

重产品重设计，乘国潮之风，加盟提速

买入|维持

——潮宏基(002345)公司跟踪报告

报告要点:

● 中高端时尚消费品牌商，聚焦珠宝、女包两大主业

公司成立于1996年，2010年于深交所上市，主营潮宏基和VENTI两大珠宝品牌；2014年公司收购女包品牌“FION”100%股权；2015年起先后投资参股广州拉拉米、思妍丽和更美进行多元化布局。2019年，公司综合考虑整体战略规划回归珠宝、女包两大主业；2022年，携手力量钻石进军培育钻石赛道。

● 黄金珠宝行业：疫后复苏强劲，行业集中度持续提升

据欧睿统计，中国珠宝首饰零售额居全球首位，2022年达8159亿元，疫后复苏强劲，1-5月限额以上金银珠宝类零售额同比增长19.50%，同期社零同比增长9.30%。结构上看，黄金产品占据半壁江山，市场规模4100亿，消费需求与投资需求共振推动发展。竞争格局方面，黄金珠宝行业格局分散，头部品牌加速拓店，集中度持续提升。

● 公司业务：加速渠道拓展，先发布局培育钻石

(1) 产品：K金产品为优势品类，持续突破黄金产品，重视产品设计和研发，聚焦非遗花丝巩固工艺壁垒，跨界联名+IP迭代持续拓展年轻客群。(2) 渠道：公司发力加盟模式时间较晚，截止22年公司门店数量1158，其中加盟门店834家，整体渠道拓展潜力较大。区域上来看，华东区域门店占比接近六成，后续华东区主抓渠道下沉，而成长区域则全力推动加盟业务拓展。(3) 新业务：2022年公司通过VENTI试水培育钻石市场，同时携手力量钻石成立培育钻品牌，布局全产业链。目前培育钻品牌Cévol线上门店已经开设，未来有望在上海、北京推出线下门店。(4) 皮具业务：年轻化转型成果逐渐显现，2021年皮具收入创14年收购以来新高，虽然2022年受到疫情影响，收入及利润有所承压，但疫后皮具业务业绩有望持续改善。

● 投资建议与盈利预测

潮宏基聚焦珠宝和皮具两大业务板块，拥有“CHJ潮宏基”“VENTI梵迪”和“FION菲安妮”三大品牌，珠宝业务聚焦年轻人群注重研发设计，以K金为优势品类，近年来加大黄金产品开发力度，加盟渠道加速拓展，潜力较大，同时公司布局培育钻石板块有望贡献新看点。皮具业务推动年轻化转型，疫后业绩有望修复。我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.46/0.58/0.70，对应PE分别为17/13/11倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

渠道扩展不及预期的风险，产品开发不及预期的风险，竞争加剧的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4636.49	4417.41	5810.71	7036.37	8307.73
收入同比(%)	44.20	-4.73	31.54	21.09	18.07
归母净利润(百万元)	350.68	199.13	412.78	516.02	625.50
归母净利润同比(%)	151.03	-43.22	107.29	25.01	21.22
ROE(%)	9.96	5.62	10.82	11.93	12.65
每股收益(元)	0.39	0.22	0.46	0.58	0.70
市盈率(P/E)	19.43	34.22	16.51	13.21	10.90

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 8.5/4.08

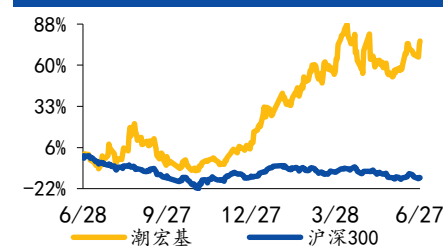
A股流通股(百万股): 867.68

A股总股本(百万股): 888.51

流通市值(百万元): 6733.19

总市值(百万元): 6894.86

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-潮宏基(002345)2022年报及2023一季报点评：一季度表现良好，产品实力强劲，全年有望加速拓店》2023.04.29

《国元证券行业研究-2023年零售及社服行业策略报告：拨云见日，观复苏成长》2022.12.14

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyqz.com.cn

目 录

1. 公司简介：中高端时尚消费品牌商，聚焦珠宝、女包两大主业	4
2. 财务分析：商誉减值压力缓解，净利率稳步回升	6
3. 黄金珠宝行业：疫后复苏强劲，行业集中度持续提升	9
4. 公司业务：加速渠道拓展，先发布局培育钻石	13
4.1 产品：K金产品为优势品类，持续突破黄金产品，研发设计能力突出	13
4.2 渠道：发力加盟，渠道拓展潜力大	15
4.3 新业务：通过 VENTI 并携手力量钻石布局培育钻石赛道	18
4.4 皮具业务：年轻化转型成果逐渐显现，疫后业绩有望改善	19
5. 盈利预测与投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

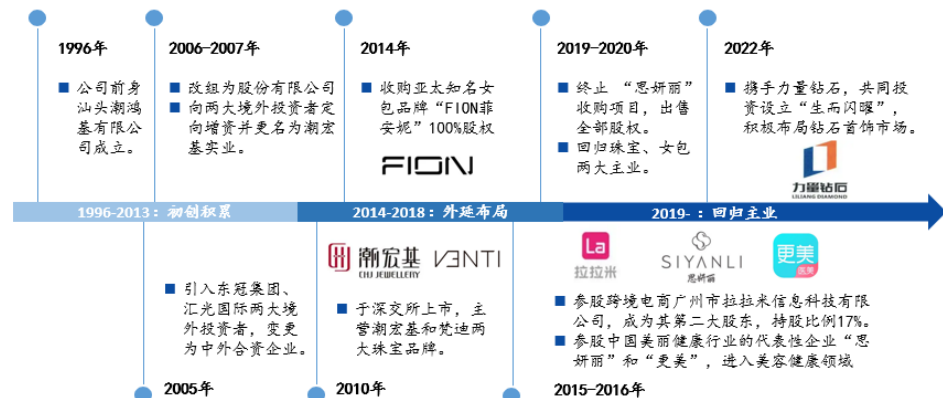
图 1：公司发展历程	4
图 2：潮宏基实业股权结构（截至 2023Q1）	5
图 3：公司营业收入及增速	6
图 4：公司分产品收入占比	7
图 5：公司分销售模式收入占比	7
图 6：公司资产减值损失	7
图 7：公司归母净利润及增速	7
图 8：各类产品毛利率情况	8
图 9：加盟代理渠道毛利率低于自营	8
图 10：公司毛利率和净利率	8
图 11：公司期间费用率情况	8
图 12：欧睿口径下我国珠宝首饰市场规模	9
图 13：金银珠宝类社零增长情况	9
图 14：黄金产品市场规模	10
图 15：中国珠宝首饰行业市场细分品类占比	10
图 16：我国黄金首饰消费量年度情况	10
图 17：古法金饰品设计精美，具备高文化附加值	11
图 18：黄金产品中不同工艺黄金饰品市场份额	11
图 19：中国珠宝行业各渠道占比情况	12
图 20：部分品牌门店拓展情况	12
图 21：2017 年来中国珠宝首饰行业集中度明显提升	12
图 22：潮宏基产品矩阵	13
图 23：非遗花丝工艺“花丝风雨桥”	14
图 24：2022 潮宏基推出三丽鸥联名系列	14
图 25：公司研发投入水平领先同业	14
图 26：公司珠宝业务生产模式	15

图 27: 2018 年来公司渠道结构情况	15
图 28: 2022 年部分黄金珠宝品牌直营及加盟情况	15
图 29: 潮宏基门店分布	16
图 30: 公司分地区加盟门店数量	16
图 31: 公司在研及已完成数字化项目	17
图 32: 公司以云店为核心强化全渠道私域运营	17
图 33: 2020 年公司会员数量高增	17
图 34: 公司珠宝业务线上收入、增速及收入占比	18
图 35: 2022 年公司通过 VENTI 推出多款培育钻产品	18
图 36: Cèvol 拂晓之翼系列	19
图 37: Cèvol 叠曜系列	19
图 38: 公司皮具收入及增速	20
图 39: 公司皮具业务毛利率	20
表 1: 公司三大品牌布局	5
表 2: 主流黄金产品工艺及特性对比	11
表 3: FION 女包发展历程	19
表 4: 可比公司估值	21

1. 公司简介：中高端时尚消费品牌商，聚焦珠宝、女包两大主业

中高端时尚消费品牌商，聚焦珠宝、女包两大主业持续深耕。公司前身为汕头潮鸿基有限公司，成立于1996年，秉承“弘扬东方文化精髓，推动中国原创设计”的理念，自2000年起，公司便组建了自有的设计团队，以原创设计推动产品差异化。2005年公司与JB集团和香港宝石国展开合作，变更为中外合资企业；2006年改组为股份有限公司，2006年4月，公司获瑞士巴塞尔世界钟表珠宝展览会的邀请，代表中国珠宝首饰企业向全世界同行演绎了一场题为“紫气东来”的东方珠宝秀，成为首家登上世界最顶级时尚珠宝展会舞台的亚洲珠宝首饰企业；2007年向境外投资者东冠集团及汇光国际定向增资并更名为潮宏基实业。2010年公司于深交所上市，主营潮宏基和梵迪两大珠宝品牌；2012年起公司重点推进与女包品牌“FION 菲安妮”战略合作，并于2014年收购其100%股权；2015年起公司先后投资参股化妆品互联网运营商广州拉拉米、高端美容连锁品牌思妍丽和医美互联网平台更美，进行多元化布局。2019年，公司综合考虑整体战略目标、业务布局及投资规划，停止对外并购，聚焦珠宝、女包两大主业；2022年，携手力量钻石进军培育钻石赛道。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

公司旗下拥有三大品牌：(1) **潮宏基**：国内首家以K金产品为核心的时尚珠宝品牌，创立于1997年，以传统设计、非遗工艺的现代应用为产品核心，目标客群为都市独立时尚女性。(2) **梵迪**：公司2003年创立的年轻潮流新锐设计师珠宝品牌，以买手制为核心，聚焦年轻细分市场。2022H1公司通过该品牌试水培育钻石市场。(3) **菲安妮**：亚太地区知名女包品牌，1979年创立于香港，2014年公司完成全资收购。目前品牌以艺术生活化为理念，目标客群为新时代年轻女性。

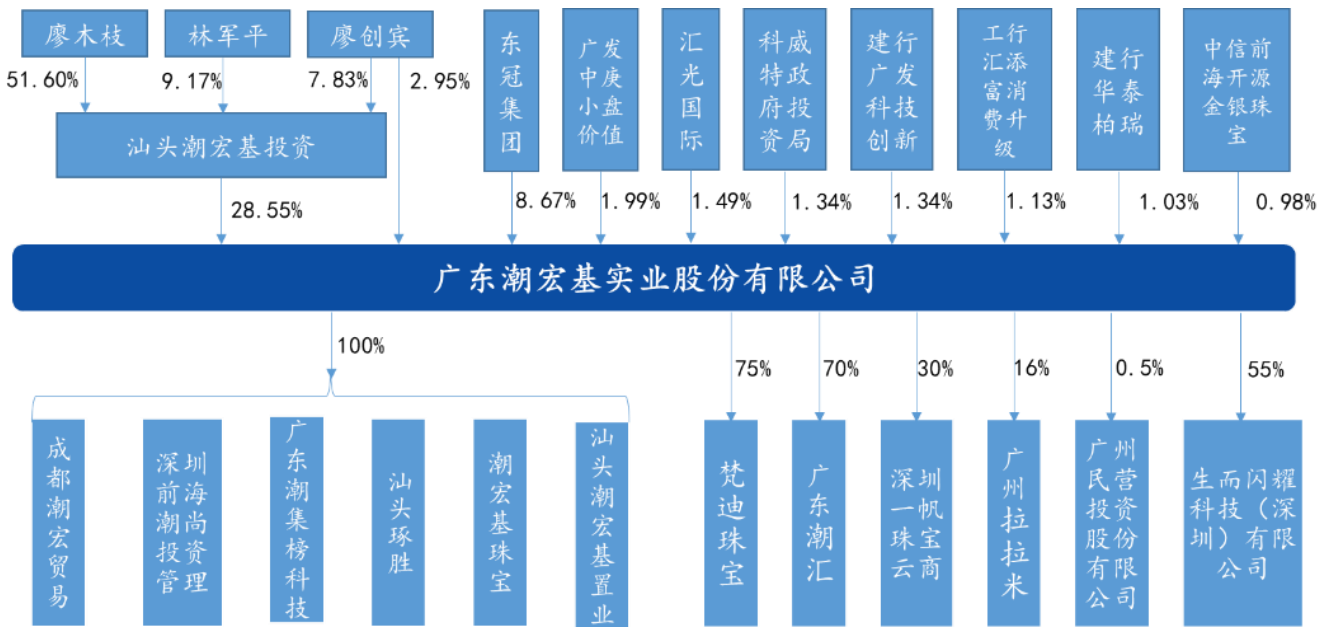
表 1: 公司三大品牌布局

品牌	成立时间	定位	品牌理念	目标人群
潮宏基	1997 年	时尚珠宝品牌	传承与创新，彰显东方之美	都市独立时尚女性
梵迪	2003 年	年轻潮流珠宝设计师品牌	忠于自我，与众不同	年轻化个性化群体
菲安妮	1979 年	女包品牌	让艺术生活化	新时代年轻女性

资料来源：公司公告，国元证券研究所

股权方面，公司第一大股东为汕头市潮鸿基投资有限公司，持股有潮宏基 28.55% 股份，公司创始人廖木枝、其女婿公司董事、副总经理林军平及其子公司董事长、总经理廖创宾分别持有公司汕头市潮鸿基投资有限公司 51.60%、9.17%、7.83% 股权，同时廖创宾直接持有公司 2.95% 股权，东冠集团、广发证券-中庚小盘价值、汇光国际分别持有公司 8.67%、1.99%、1.49% 股权。

图 2: 潮宏基实业股权结构 (截至 2023Q1)

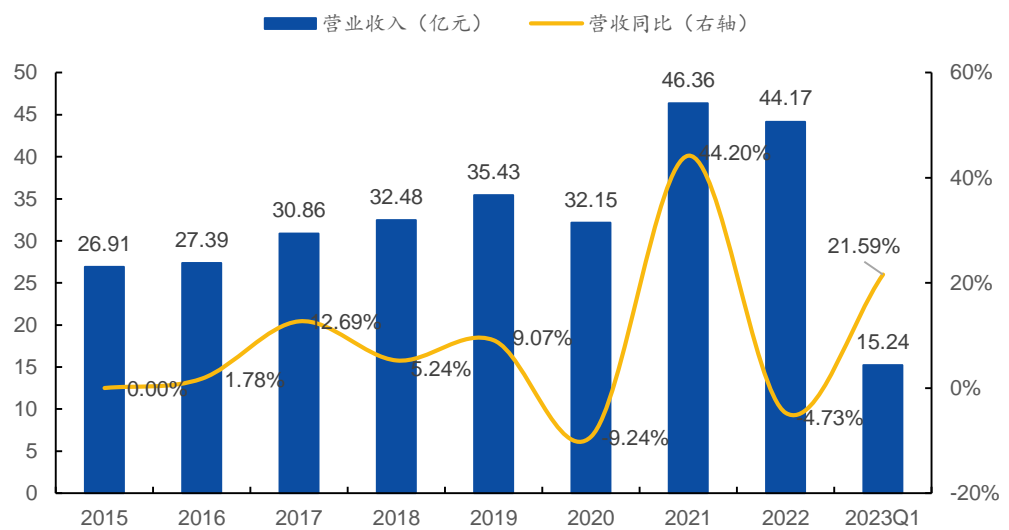


资料来源：天眼查，公司公告，国元证券研究所

2. 财务分析：商誉减值压力缓解，净利率稳步回升

珠宝业务主导营收，一季度收入同比增长 22%。2016-2022 年公司营业收入复合增速 8.29%，其中 2020 年受疫情冲击公司整体营收同比下滑，2021 年公司加快加盟拓展、推进数字化转型，全年实现营收 46.36 亿元，同比增速达 44.20%。在 2022 年严峻的疫情形势下，公司仍实现营收 44.17 亿元，同比小幅下滑 4.73%。23 年 Q1 公司收入 15.24 亿元，同比增长 21.59%。

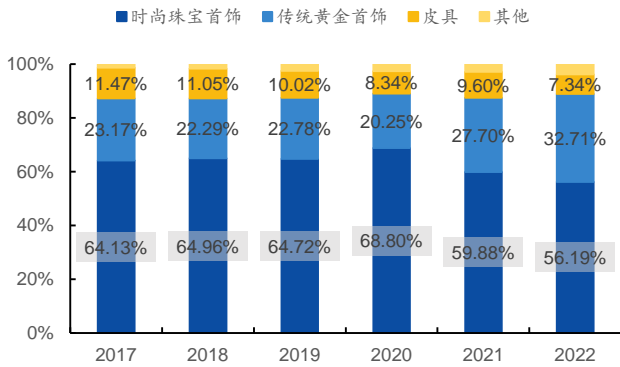
图 3：公司营业收入及增速



资料来源：IFIND，国元证券研究所

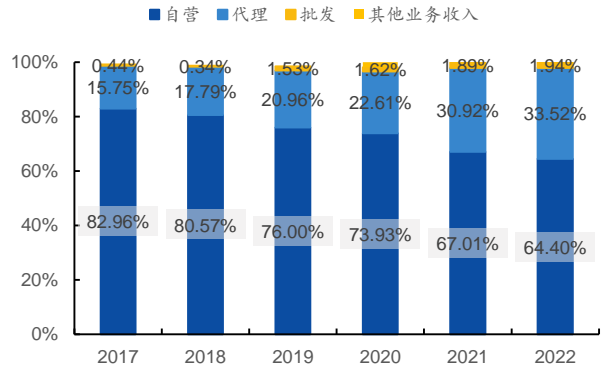
收入结构方面，公司传统黄金饰品占比持续提升，加盟代理业务快速增长。分行业来看，2022 年公司珠宝行业实现收入 40.87 亿元，收入占比 92.52%，皮具行业收入 3.27 亿，收入占比 7.40%；分产品来看，公司主要产品包括时尚珠宝首饰/传统黄金饰品/皮具/其他产品/代理品牌授权及加盟服务收入/其他收入，2022 年分别占比 56.18%/32.71%/7.34%/0.75%/2.88%/0.13%，2021 及 2022 年公司传统黄金首饰收入占比明显提升；分销售模式来看，公司自营/加盟代理/批发收入占比分别为 64.40%/33.52%/1.94%，近两年来看公司加盟代理业务快速增长，占比持续提升。

图 4：公司分产品收入占比



资料来源：IFIND，国元证券研究所

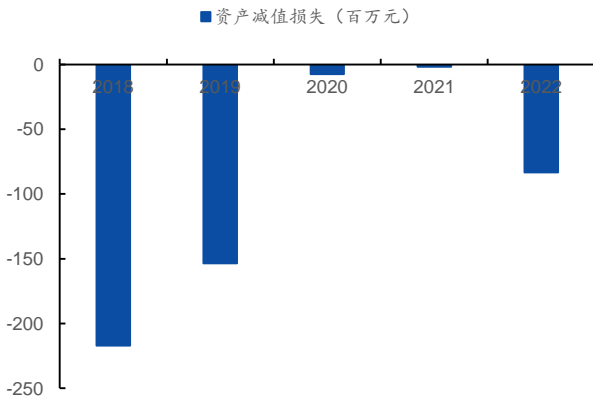
图 5：公司分销售模式收入占比



资料来源：IFIND，国元证券研究所

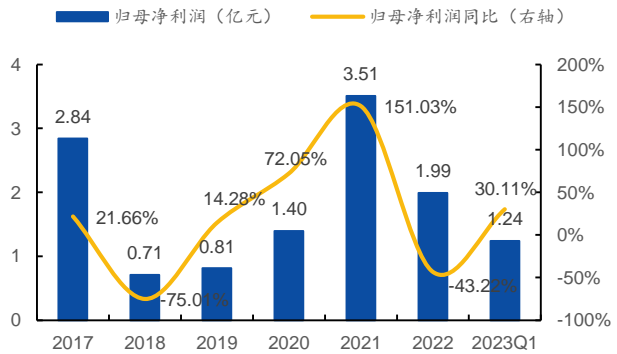
利润端主要受商誉减值影响有所波动。2016-2021年公司净利润复合增速为8.46%。18/19年受商誉减值影响，利润有所下滑，因收购菲安妮确认商誉11.63亿元，2018年和2019年分别计提减值准备2.09/1.52亿元。2021年公司实现净利润3.51亿元，同比增长151.03%，盈利水平修复。2022年公司实现净利润1.99亿元，下滑43.22%，主要系疫情及计提商誉减值双重影响，剔除商誉减值影响后，实现归母净利润2.80亿元，同比下降20.21%。23年一季度公司实现归母净利润1.24亿，同比增长30.11%。

图 6：公司资产减值损失



资料来源：IFIND，国元证券研究所

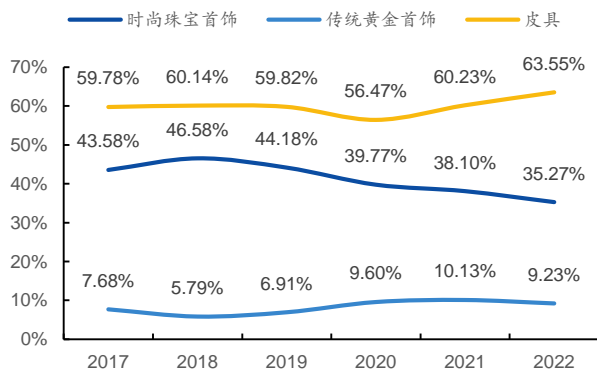
图 7：公司归母净利润及增速



资料来源：IFIND，国元证券研究所

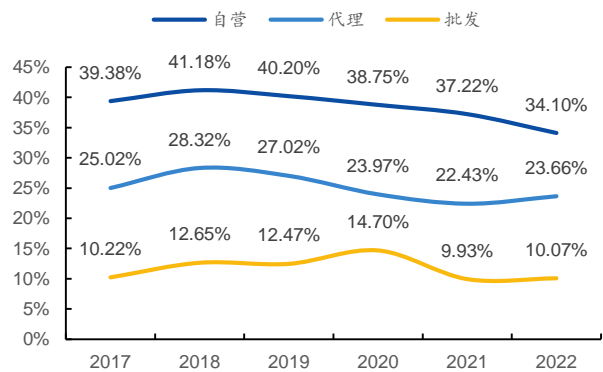
毛利率方面，黄金业务占比提升、加盟渠道拓展致毛利率下降。公司整体毛利率近年来呈现下降趋势，2022年及2023年Q1分别为30.18%及28.03%，主要受到产品结构以及渠道结构的变化所致。分产品来看，2022年公司时尚珠宝首饰/传统黄金首饰/皮具毛利率分别35.27%/9.23%/63.55%。渠道方面，2022年公司自营/代理/批发毛利率分别为34.10%/23.66%/10.07%。

图 8：各类产品毛利率情况



资料来源：IFIND，国元证券研究所

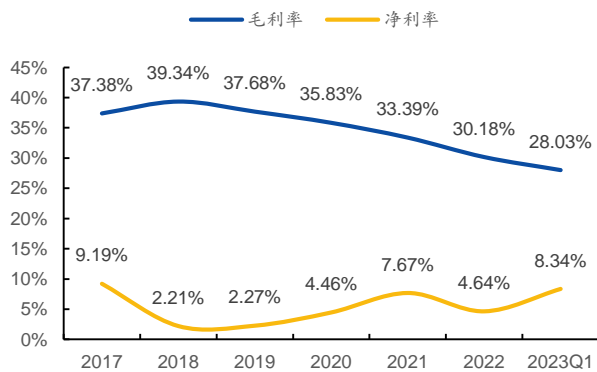
图 9：加盟代理渠道毛利率低于自营



资料来源：IFIND，国元证券研究所

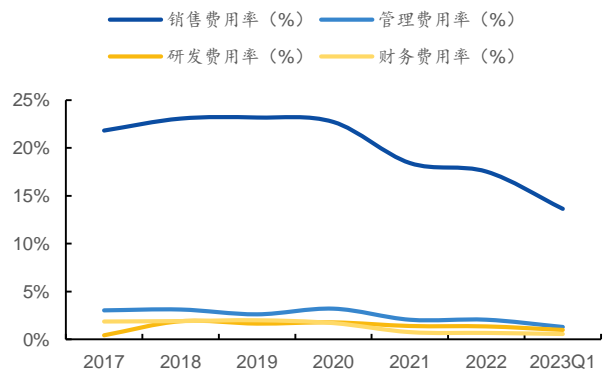
期间费用率持续优化，23Q1 净利润率改善。公司整体期间费用率持续优化，22 年及 2023 年 Q1 公司期间费用率为 21.61%及 16.47%，其中 2022 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 17.52%/2.06%/1.35%/0.67%，净利润率方面，23 年一季度公司净利润率回升至 8.34%，盈利能力改善。

图 10：公司毛利率和净利率



资料来源：IFIND，国元证券研究所

图 11：公司期间费用率情况



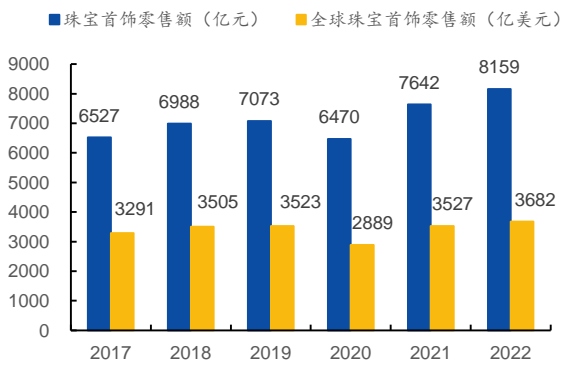
资料来源：IFIND，国元证券研究所

3. 黄金珠宝行业：疫后复苏强劲，行业集中度持续提升

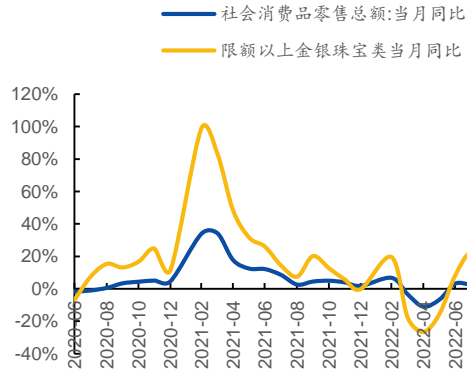
中国为珠宝首饰消费第一大国，疫后复苏强劲。据欧睿统计，中国珠宝首饰零售额居全球首位，2022 年达 8159 亿元。2017 年来全球珠宝首饰需求趋稳，中国市场依然保持稳健增长态势，2017 至 2022 年间 CAGR 达 4.57%。疫后我国黄金珠宝消费复苏势头强劲，今年 1-5 月限额以上金银珠宝类零售额 1426 亿，同比增长 19.50%，同期社会消费品零售总额增长 9.30%。

图 12：欧睿口径下我国珠宝首饰市场规模

图 13：金银珠宝类社零增长情况



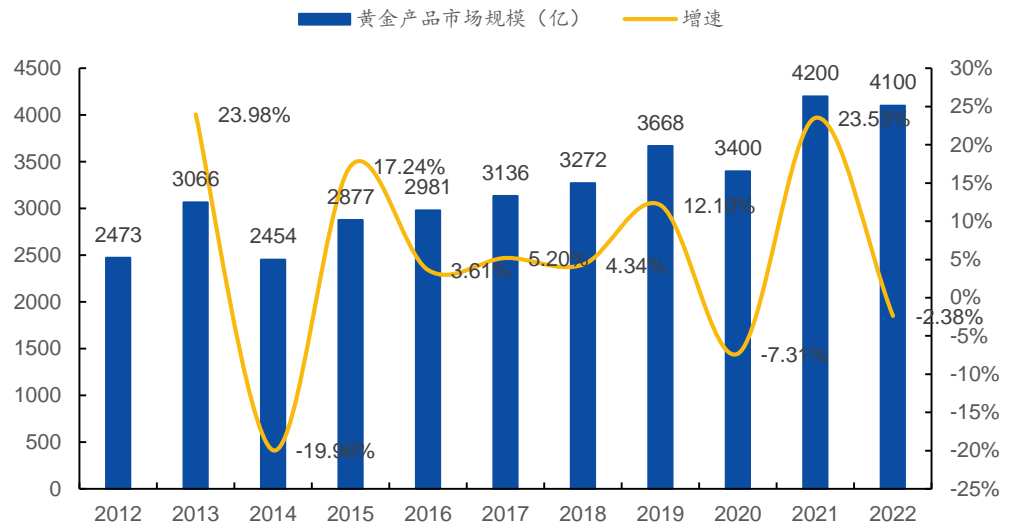
资料来源：欧睿，国元证券研究所



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

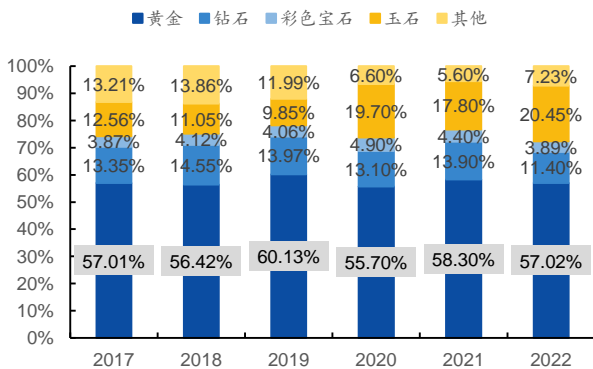
结构上看，黄金产品占据半壁江山，整体市场规模达到 4100 亿，消费需求与投资需求共振推动发展。黄金饰品在中国有着坚实的文化基础，具备“传承、持久、保值”的文化烙印。据中国珠宝玉石协会统计，2022 年中国珠宝首饰产品中黄金产品占比达 57.02%，黄金产品市场规模约 4100 亿。从世界黄金协会 2021 调研零售终端反馈来看，未来一到两年，样本零售商中 57% 受访者将增加黄金产品库存，43% 的受访者将增加钻石镶嵌类首饰库存，27% 受访者将增加其他库存。此外，有 50% 的零售商对未来一至两年的金饰销售前景持乐观态度，高于钻石和其他珠宝产品。

图 14: 黄金产品市场规模



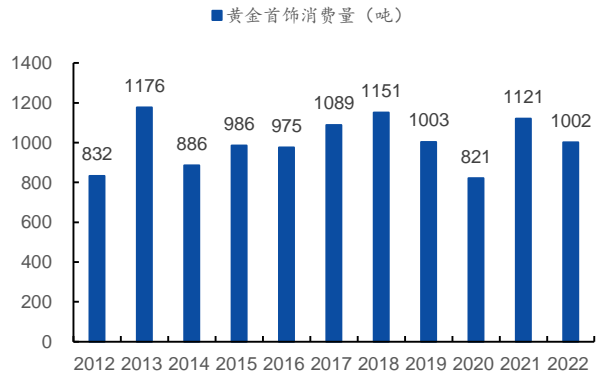
资料来源: 中国珠宝玉石协会, 国元证券研究所

图 15: 中国珠宝首饰行业市场细分品类占比



资料来源: 中国珠宝玉石协会, 国元证券研究所

图 16: 我国黄金首饰消费量年度情况



资料来源: 中国黄金协会, 国元证券研究所

黄金产品工艺改进叠加国潮兴起，5G、古法金等新工艺带动黄金饰品增长。我国黄金饰品根据工艺不同可分为传统普货黄金饰品、古法金和硬足金。传统足金克重高，易变形，产品设计单一。黄金工艺的进步引领黄金产品向高硬度，多样设计的方向发展。使用电铸、熔炼工艺产出的硬足金产品与传统金饰品相比硬度高出 2-4 倍，同体积下重量较轻，使用传统古法手工制作的古法金饰品则厚重大气，具有高克重、高客单、高文化附加值的特性。随着国潮兴起，国产品牌以及带有国风元素和设计内涵的产品普遍受到市场热捧。兼具足金高成色高保值与 K 金多样设计的 5G 黄金以及采用传统工艺的古法黄金快速打开整体消费需求特别是年轻人的消费需求。

表 2：主流黄金产品工艺及特性对比

分类	硬度	纯度	工艺	特点	
18K 金	K 金	足金的 2 倍	75%	电铸黄金硬化工艺，将黄金与其他金属熔合成合金	高硬度低韧性，价格低廉，款式多样
22K 金	K 金	足金的 4 倍	91.6%	采用中国非物质文化遗产的纯手工工艺	哑光质感，高克重、高客单、高文化附加值
古法金	足金	与足金相同	99.9%	纳米电铸黄金硬化工艺	低克重，高硬度，款式多样
3D 硬金	硬金	足金的 4 倍	99.9%	熔炼黄金硬化工艺	低克重，高硬度高韧性，款式多样
5G 金	硬金	足金的 2 倍	99.9%		

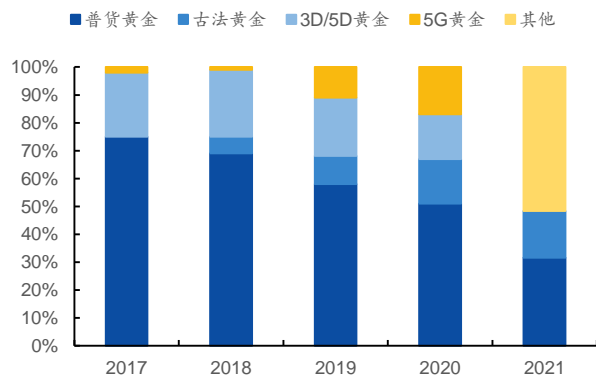
资料来源：珠宝商平台公众号，国元证券研究所整理

图 17：古法金饰品设计精美，具备高文化附加值



资料来源：潮宏基公众号，国元证券研究所

图 18：黄金产品中不同工艺黄金饰品市场份额

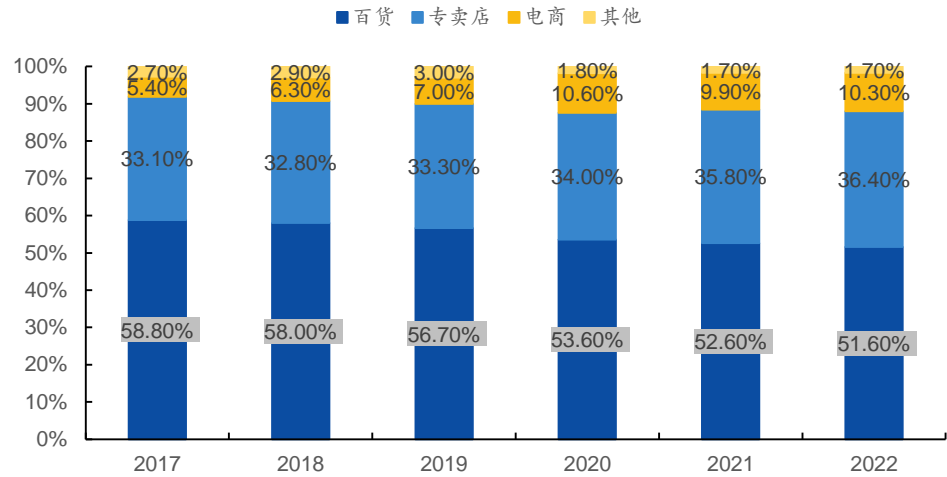


资料来源：中国珠宝玉石协会，世界黄金协会，国元证券研究所

注：2021 年其他产品包括 3D/5D 黄金和 5G 黄金。

渠道上，珠宝主要消费场景仍在线下，线上渠道份额持续提升。珠宝消费的主要渠道有百货、专卖店和电商，2022 年占比分别为 51.6%、36.4%和 10.3%。线下仍然是珠宝消费的主流渠道，2022 年线下渠道占比接近 90%。近年来，国内多个头部珠宝品牌商利用加盟模式广泛、快速扩张，珠宝专营店渠道发展迅速。2020 年疫情催化珠宝线上化发展，叠加直播电商的兴起，电商渠道占有率由 2019 年的 7.0%提升至 2022 年的 10.3%。

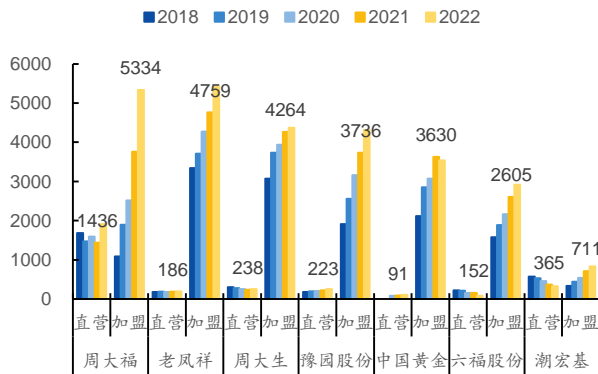
图 19: 中国珠宝行业各渠道占比情况



资料来源: 欧睿, 国元证券研究所

行业竞争格局分散, 头部品牌加速拓店, 集中度持续提升。从竞争格局上来看, 我国珠宝行业格局相对分散, 但近年来集中度持续提升, 特别是在疫情加速龙头市占率的提高, 头部品牌在疫情 3 年依然保持了较高的净开店, 而中小品牌则面临出清, 行业 CR5 由 2015 年的 15% 提升至 28%, CR10 则由 2015 年的 18% 提升至 2022 年 34%。

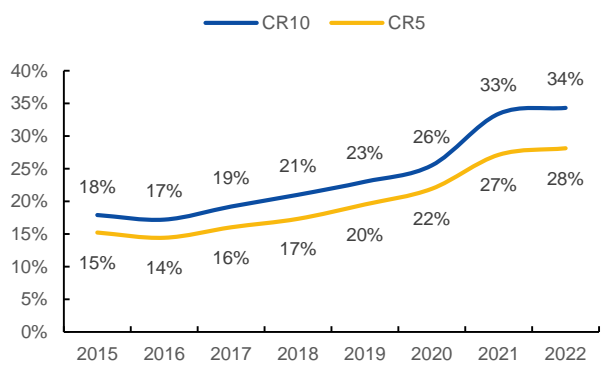
图 20: 部分品牌门店拓展情况



资料来源: 各公司公告, 国元证券研究所

其中周大福数据为次年 3 月底门店数量, 如周大福 2022 为截止 2023 年 3 月 31 日门店数量

图 21: 2017 年来中国珠宝首饰行业集中度明显提升



资料来源: 欧睿, 国元证券研究所

4. 公司业务：加速渠道拓展，先发布局培育钻石

4.1 产品：K金产品为优势品类，持续突破黄金产品，研发设计能力突出

以K金为优势品类，持续突破黄金产品，聚焦年轻客群打造差异化。潮宏基自品牌创立之初以K金为核心产品，在K金品类上具备较强优势。随着黄金工艺的迭代，黄金产品时尚表现能力持续提升，公司通过新工艺金款式及品牌印记系列进行黄金产品打造，提升黄金品类占比及黄金产品毛利率。潮宏基现有产品矩阵包括时尚、婚庆、童趣、高订四大系列，其中时尚系列包括京粹系列、花丝糖果系列、竹系列、花丝风雨桥系列、心之锁向系列等，童趣系列包括宝可梦系列等。人群方面，公司聚焦年轻客群，2022年80、90、00后客群占比超八成，其中95后、00后增速明显。

图 22：潮宏基产品矩阵



资料来源：公司官网，国元证券研究所

重视产品设计和研发，坚持设计领先，质量工艺取胜的差异化产品策略，聚焦非遗花丝巩固工艺壁垒，跨界联名+IP 迭代持续拓展年轻客群。公司历来重视产品设计和工艺研发，坚持以设计领先，质量、工艺取胜的产品差异化战略。集团旗下三大品牌在整合提升内部设计研发能力的同时，加强与外部优秀资源的合作，通过鼓励规划师、设计师、工艺师自主创新和相互协作、与国内外科研机构合作研发等方式，在多个领域取得了工艺创新和突破，更好地体现了产品的设计理念和张力。2022 公司研发费用率达 1.35%，行业领先。国潮崛起浪潮下，潮宏基品牌将东方文化元素与现代时尚相结合，形成鲜明的国潮印记，历年推出的“凤影”、“鼓韵”、“京粹”、“国色”、“祥扣”、“善缘”、“花丝糖果”、“竹”等具有中国元素的系列产品。公司在 2009 年成立北京花丝镶嵌工作室，聚集了多位老工艺人并培养出多位优秀学徒，研发设计积淀深厚，曾复刻出目前存世体量最大、工艺最全的侗族风雨桥镶嵌摆件。为迎合年轻市场，

公司一方面与特仑苏联名、与国货美妆品牌花西子进行跨界合作，另一方面结合国际知名 IP 持续迭代，2017 年来先后获得“哆啦 A 梦”、“Disney”、“Paul Frank”、“精灵宝可梦”、“小黄人”等独家授权并多次携手环球影业推出热门影片联名珠宝。2022 年公司推出“花丝风雨桥”“心之锁向”“浮光掠影”“叩响心扉”“方圆”“竹编”“臻金臻钻”等系列新品。同时，持续优化 IP 系列产品规划，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

图 23：非遗花丝工艺“花丝风雨桥”



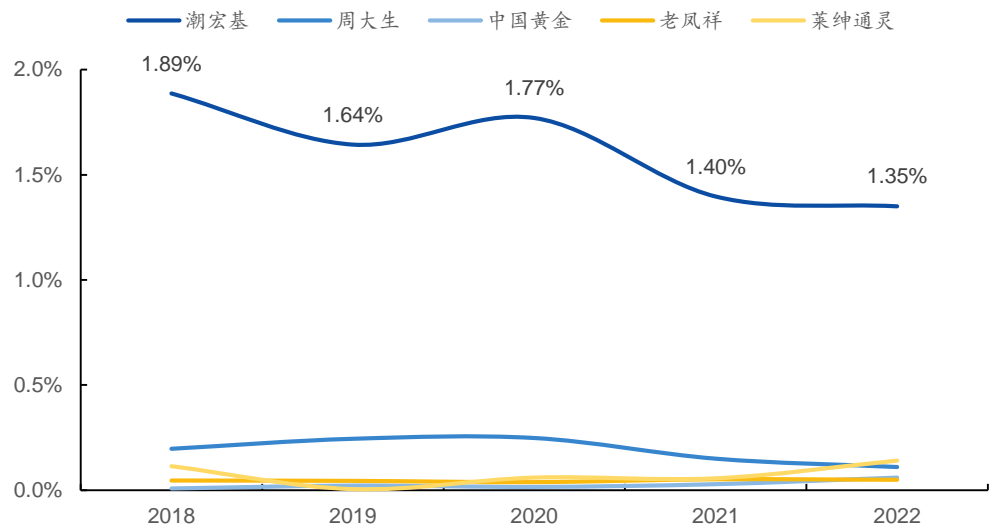
资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 24：2022 潮宏基推出三丽鸥联名系列



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 25：公司研发投入水平领先同业

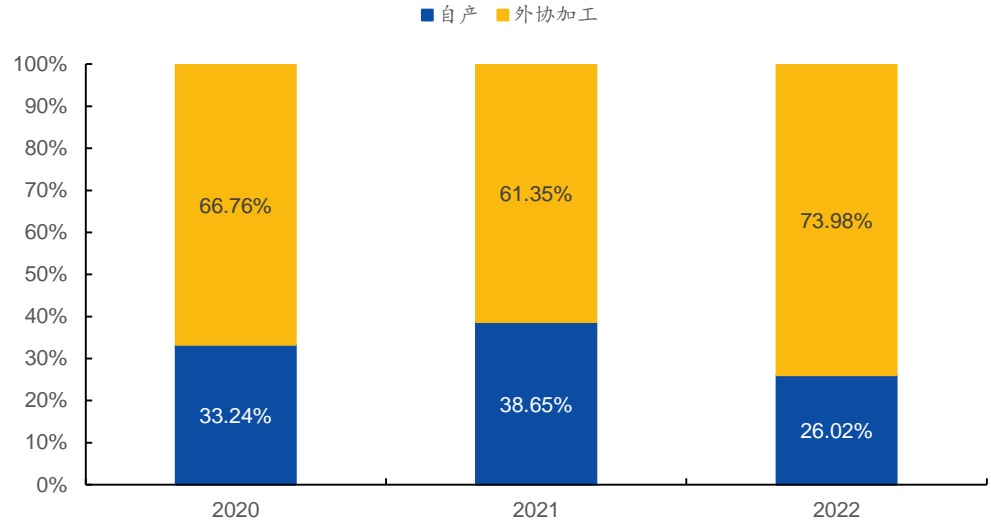


资料来源：公司公告，国元证券研究所

生产方面，公司自产+外协加工方式相结合，时尚珠宝及素金产品以自产为主，传统黄金首饰以外协为主。目前公司时尚珠宝首饰的镶嵌及素金产品主要由自有工厂生

产，外协加工则是公司将部分生产委托给符合公司要求的厂家进行生产，公司提供生产原材料，受委托工厂按照公司订单的要求生产并收取加工费，目前公司传统黄金首饰主要采用外协加工方式进行生产。

图 26：公司珠宝业务生产模式

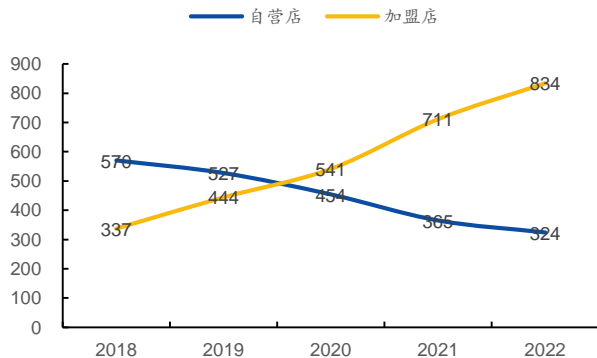


资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.2 渠道：发力加盟，渠道拓展潜力大

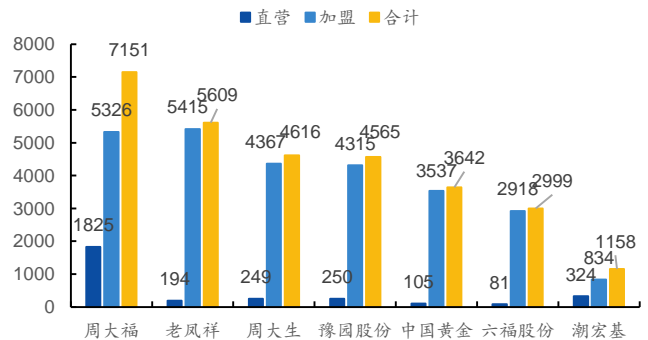
公司发力加盟模式时间较晚，截止 22 年公司门店数量 1158，其中加盟门店 834 家，整体渠道拓展潜力较大。潮宏基整体加盟发展较晚，直到 2020 年公司直营门店的数量才超过加盟门店，近年来随着公司渠道战略转型，公司发力加盟门店，截止到 22 年底潮宏基品牌门店数量 1158 家，其中加盟门店 834 家，直营门店 324 家，对比黄金珠宝头部品牌，公司整体门店数量特别是加盟门店数量上差距较大。

图 27：2018 年来公司渠道结构情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 28：2022 年部分黄金珠宝品牌直营及加盟情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：周大福门店数量为截止 2023 年 3 月 31 日的门店数量

公司和其他传统优势品牌形成差异化定位，助力品牌渠道拓展。从客群上来看，公司整体 80、90、00 后客群占比超八成，重点满足年轻客群的悦己消费需求，品牌定位时尚，与周大福、老凤祥、周大生等传统品牌形成差异化。在购物中心珠宝品牌组合中差异化定位，助力品牌渠道拓展。

区域上来看，华东区域门店占比接近六成，后续华东区主抓渠道下沉，而成长区域则全力推动加盟业务拓展。区位上来看，华东区域为公司的传统优势区域，2022 年公司华东区域占比 59%，其中直营门店中华东区域占比 64%，加盟中占比 56%。华东作为成熟区域，未来主要增长来自于渠道端下沉。其他区域中，华北/华中/东北/西北/西南/华南区域门店分别占比 10%/10%/7%/6%/5%/3%，作为成长区域，公司将重点打造渠道标杆，全力推动加盟业务拓展。根据 2022 年报，公司计划净增新开加盟店 200 家以上。

图 29：潮宏基门店分布

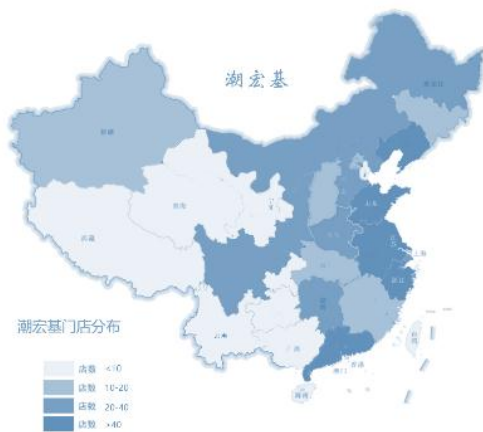
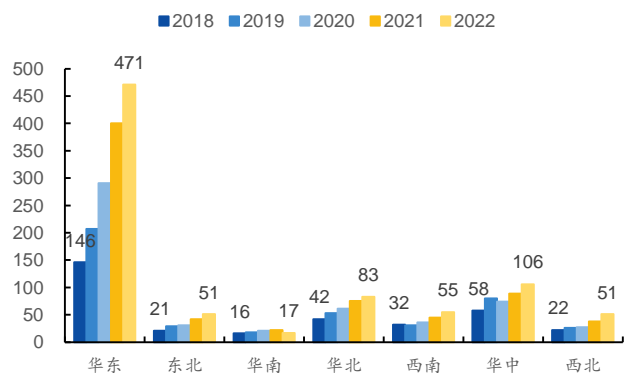


图 30：公司分地区加盟门店数量



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

根据官网门店进行统计，统计时间为 2023 年 6 月 27 日

数字化赋能加盟管理，会员数量快速增长。公司早在 2015 年就开始了数字化变革，建立起 CDP（用户数据平台），是业内首次使用 SAP-ERP 系统对加盟商进行统一管理的珠宝企业，为公司打下了良好的信息化基础。近年公司加快数字化转型，借助各种数字零售应用，赋能终端，增能提效，面对疫情在 2020 年初快速实现千店千云店的智慧云店应用，并不断完善前、中、后台的供应链架构，形成统一归集的商品数据管理中心，实现库存全域共享。同时以流量思维为引导，利用品牌自有和外部平台资源，进行私域流量运营累计会员。2020 年底全渠道累积会员数超 1000 万，比 2019 年底实现翻倍增长，2021 年通过线下导购进入直播间的用户占比达 80%，截至 2022 年末会员总数超 1500 万，年轻会员占比超 80%，会员复购贡献收入占比约 48%。

图 31：公司在研及已完成数字化项目



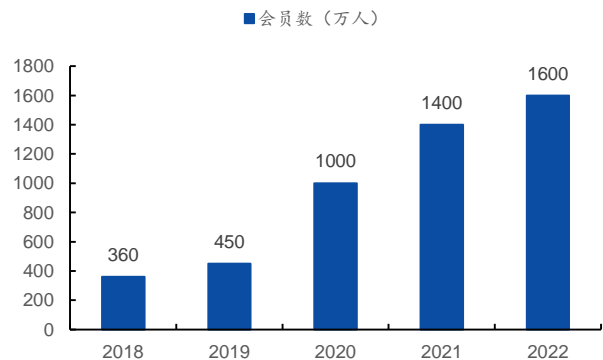
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 32：公司以云店为核心强化全渠道私域运营



资料来源：见实公众号，国元证券研究所

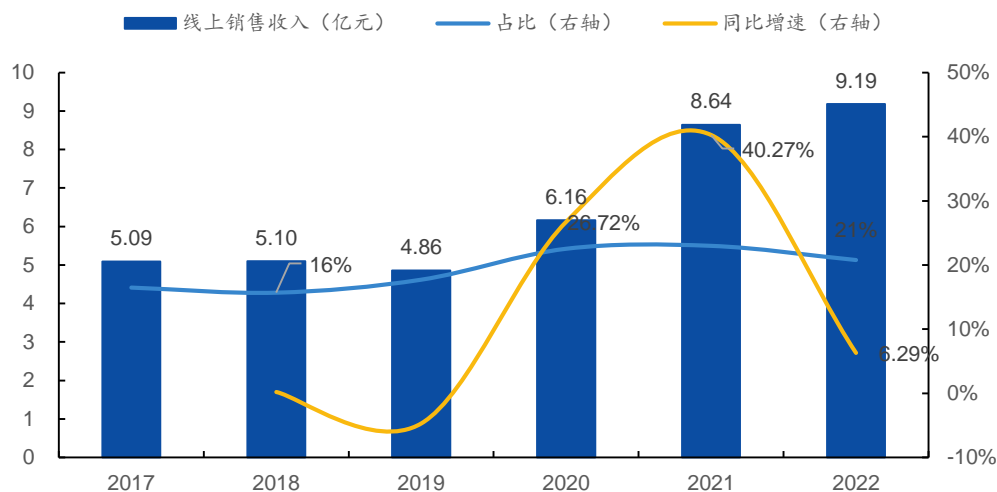
图 33：2020 年公司会员数量高增



资料来源：公司公告，国元证券研究所

电商方面，不断扩大线上占比。公司早在 2009 年开始建设线上渠道，深耕天猫、京东以及唯品会等综合电商平台，2021 年进驻抖音以及得物、小红书商城等垂直电商平台，试水直播销售。目前旗下品牌均拥有自播团队，并与头部主播、明星、达人合作在抖音、淘宝、小红书、快手等平台进行直播销售，不断扩大线上渠道版图。2018-2022 年公司线上渠道销售收入 5.10/4.86/6.16/8.64/9.19 亿元，同比增长 0.19%/4.71%/26.72/40.27%/6.29%，收入占比由 15.71% 上升至 20.79%。

图 34：公司珠宝业务线上收入、增速及收入占比

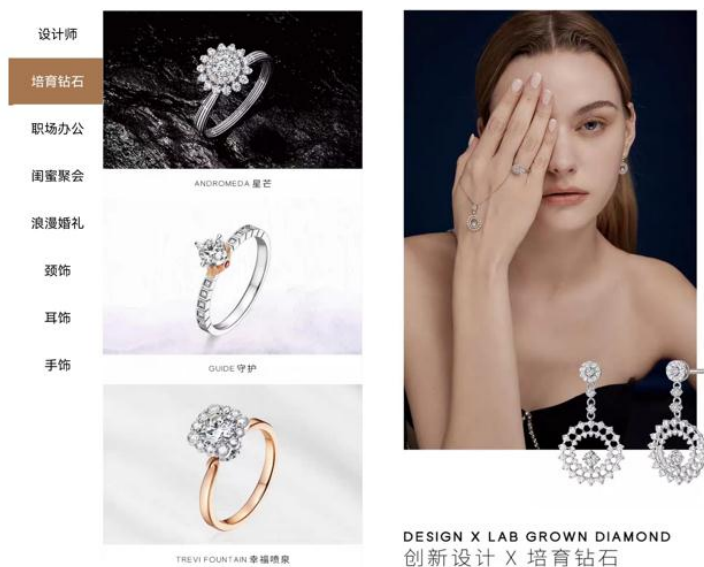


资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.3 新业务：通过 VENTI 并携手力量钻石布局培育钻石赛道

2022 年公司通过 VENTI 试水培育钻石市场，为国内培育钻零售先行者。2018-2020 年，国内品牌 CARAXY、LightMark 小白光先后成立并将培育钻石引入国内；2021 年 8 月，豫园股份推出培育钻石品牌露璨 LUSANT，成为率先入局的国内珠宝品牌商；2022 年，曼卡龙成立培育钻石子品牌慕璨 OWNSHINE。2022 年公司通过 VENTI 推出与海内外新锐设计师合作开发的多款培育钻产品，布局进程领先同业。

图 35：2022 年公司通过 VENTI 推出多款培育钻产品



资料来源：Venti 云店小程序，国元证券研究所

携手力量钻石成立培育钻品牌，强强联手布局全产业链。2022 年公司出资 1100 万元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。5月18日旗下品牌 Cèvol 在上海举行新品试戴会，品牌以环境、经济、精神无负担的轻松奢华为品牌消费理念，聚焦自信、闪耀和愉悦的追求者。Cèvol 珠宝坚持使用高颜色净度 TOP10%的钻石，拥有 GIA / IGI 认证，目前线上门店已经开设，未来有望在上海、北京推出线下门店。

图 36: Cèvol 拂晓之翼系列



资料来源: cevol 珠宝公众号, 国元证券研究所

图 37: Cèvol 叠曜系列



资料来源: cevol 珠宝公众号, 国元证券研究所

4.4 皮具业务: 年轻化转型成果逐渐显现, 疫后业绩有望改善

FION 品牌成立于 1979 年, 1990 年进入内地市场, 先后在北京、上海、重庆等地开设品牌专柜, 1992 年在广东惠州设立生产基地, 2005 年在深圳设立中国大陆运营总部。2014 年, 潮宏基集团完成对 FION 收购。目前 FION 拥有超过 300 家门店, 其中加盟门店数量约占六成。

表 3: FION 女包发展历程

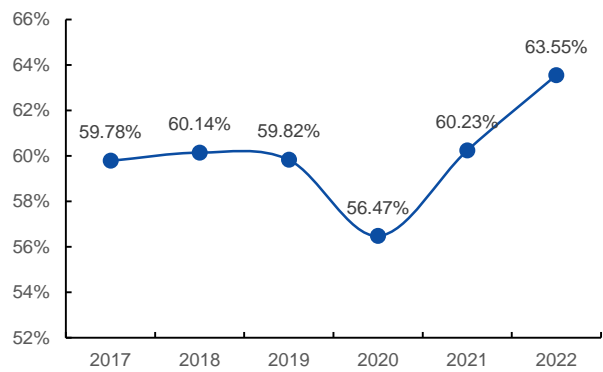
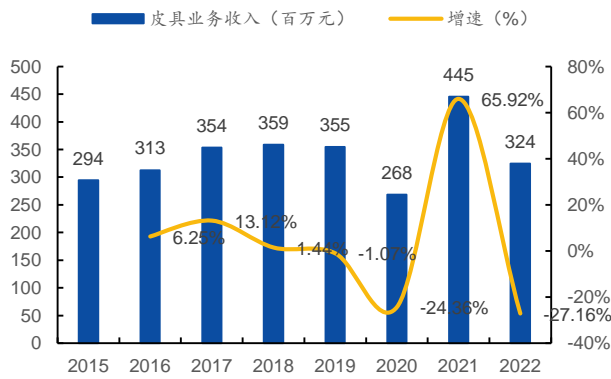
年份	事件
1979	出身香港的程荣忠师傅与洋行商人麦先生创立 FION
1980	FION 进行中国台湾、中国澳门、日本、新加坡等地
1990	FION 进入内地市场, 先后在北京、上海、重庆等地开设品牌专柜, 陆续推出老花、车线系列
1992	FION 在广东惠州设立生产基地, 程先生和关门弟子叶亚伟先生出任工艺总监
2005	FION 在深圳设立中国大陆运营总部
2014	潮宏基集团完成对 FION 的收购
2016	FION 开始与全球不同领域艺术家合作, 塑造属于时下年轻世代的新美学 FION 与世界顶级知名 IP “环球大小黄人、大英博物馆” 等进行合作, 同时孵化自主设计产品
2018	“小怪兽系列”
2020	与台湾面料供应商合作研发, “油画梭织面料” 诞生, 油画系列应运而生
2021	演员乔欣成为 FION 品牌代言人
2022	FION 新开东方意蕴新篇章, 将东方艺术之美融入手袋设计之中

资料来源: FION 官网, 国元证券研究所

年轻化战略调整效果逐渐显现，疫后收入利润有望持续改善。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，效果上来看，2021 年皮具收入创 14 年收购以来新高，达到 4.45 亿元，利润 6148 万。虽然 2022 年受到疫情影响，收入及利润有所承压，但疫后皮具业务业绩有望持续改善。今年 2 月为了加速 FION 品牌年轻化转型落地，充分调动菲安妮管理团队，稳定和吸引人才，菲安妮核心团队管理人员向菲安妮进行增资，以 6300 万价格认购 1022.7272 万股股份，增资价格为每股人民币 6.16 元，也彰显管理团队对于皮具业务发展的信心。

图 38：公司皮具收入及增速

图 39：公司皮具业务毛利率



资料来源：IFIND，国元证券研究所

资料来源：IFIND，国元证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

我们预计潮宏基品牌 2023-2025 年每年净增加盟店门店 200 家，直营店维持 2022 年底水平。预计 2023-2025 公司门店数分别为 1358/1558/1758 家。

分业务来看，

- (1) **时尚珠宝首饰：**考虑门店拓展以及同店疫后复苏，预计 2023-2025 年营业收入分别为 32.01/39.29/45.56 亿元，同比分别增长 29%/23%/18%，毛利率分别为 33%/31%/30%。
- (2) **传统黄金首饰：**考虑门店拓展、同店疫后复苏以及黄金产品销售占比的提升趋势，预计 2023-2025 年营业收入分别为 19.49/24.59/29.97 亿元，同比分别增长 35%/26%/22%，毛利率分别为 9%/9%/9%。
- (3) **皮具业务：**考虑到品牌年轻化战略效果以及疫后复苏，预计 2023-2025 年营业收入分别为 6.00/7.20/8.28 亿元，同比分别增长 85%/20%/15%，毛利率分别为 64%/64%/64%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 58.11/70.36/83.07 亿元，分别增长 32%/21%/18%，实现归母净利润分别为 4.13/5.16/6.26 亿元。

潮宏基聚焦珠宝和皮具两大业务板块，拥有“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌，珠宝业务聚焦年轻人群注重研发设计，以 K 金为优势品类，近年来加大黄金产品开发力度，加盟渠道加速拓展，潜力较大，同时公司布局培育钻石板块有望贡献新看点。皮具业务推动年轻化转型，疫后业绩有望修复。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.46/0.58/0.70，对应 PE 分别为 17/13/11 倍，参考可比公司估值，同时考虑到公司较优的成长性和门店渠道扩张的潜力，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600612.SH	老凤祥	67.15	26759.73	4.09	4.76	5.48	16.40	14.10	12.26
002867.SZ	周大生	17.50	19178.71	1.25	1.47	1.69	14.04	11.92	10.34
1929.HK	周大福	14.68	146800.00	0.79	0.93	1.05	18.68	15.84	14.00
600916.SH	中国黄金	12.10	20328.00	0.61	0.73	0.85	19.78	16.50	14.18
	行业平均						17.23	14.59	12.70
002345.SZ	潮宏基	7.67	6814.89	0.46	0.58	0.70	16.51	13.21	10.90

资料来源：国元证券研究所 截止 2023.6.27 日收盘，数据来源 wind 一致预期

6. 风险提示

渠道扩展不及预期的风险，产品开发不及预期的风险，竞争加剧的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3946.96	3909.59	4745.26	5793.43	6847.00
现金	625.75	650.31	813.50	985.09	1163.08
应收账款	218.83	266.17	366.07	443.29	523.39
其他应收款	70.04	68.93	87.16	105.55	124.62
预付账款	15.87	16.16	24.38	28.20	34.09
存货	2727.16	2665.12	3274.18	4042.27	4827.48
其他流动资产	289.30	242.91	179.96	189.02	174.34
非流动资产	1686.49	1643.50	1531.19	1495.23	1446.49
长期投资	182.54	194.70	187.01	188.83	189.20
固定资产	244.72	426.66	392.07	349.23	302.25
无形资产	61.33	29.18	29.18	29.18	29.18
其他非流动资产	1197.90	992.97	922.94	928.00	925.86
资产总计	5633.46	5553.09	6276.45	7288.66	8293.48
流动负债	1821.03	1649.55	2089.00	2573.44	2940.12
短期借款	527.02	438.87	858.88	1272.01	1592.11
应付账款	196.74	144.20	214.47	255.26	308.63
其他流动负债	1097.27	1066.49	1015.65	1046.17	1039.38
非流动负债	253.92	312.03	311.19	313.92	312.66
长期借款	206.57	279.02	279.02	279.02	279.02
其他非流动负债	47.35	33.01	32.17	34.91	33.64
负债合计	2074.95	1961.58	2400.19	2887.36	3252.79
少数股东权益	37.52	49.06	61.30	76.59	95.14
股本	905.41	888.51	888.51	888.51	888.51
资本公积	1428.32	1345.68	1345.68	1345.68	1345.68
留存收益	1403.64	1425.06	1660.14	2176.15	2801.65
归属母公司股东权益	3520.99	3542.46	3814.96	4324.71	4945.56
负债和股东权益	5633.46	5553.09	6276.45	7288.66	8293.48

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	167.07	413.87	-166.91	-209.79	-76.03
净利润	355.52	205.07	425.01	531.32	644.04
折旧摊销	121.77	115.14	48.73	49.92	50.51
财务费用	34.81	29.69	44.61	68.80	87.95
投资损失	-17.72	-18.84	-21.95	-20.21	-20.56
营运资金变动	-350.86	5.60	-642.07	-827.66	-826.16
其他经营现金流	23.54	77.21	-21.24	-11.95	-11.82
投资活动现金流	-130.89	-78.64	139.31	23.05	29.26
资本支出	123.60	101.88	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-1.02	-18.78	1.82	0.37
其他投资现金流	-7.29	22.22	120.53	24.87	29.63
筹资活动现金流	-371.29	-253.32	190.78	358.33	224.77
短期借款	-177.36	-88.16	420.01	413.13	320.10
长期借款	91.46	72.45	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	-16.90	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.89	-82.64	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-286.29	-138.08	-229.23	-54.80	-95.34
现金净增加额	-335.97	83.79	163.19	171.59	177.99

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4636.49	4417.41	5810.71	7036.37	8307.73
营业成本	3088.41	3084.32	4092.72	5052.84	6034.35
营业税金及附加	78.28	77.61	98.78	119.62	141.23
营业费用	853.68	774.02	889.04	942.87	1030.16
管理费用	95.50	91.14	119.70	140.73	149.54
研发费用	64.76	59.84	75.54	91.47	108.00
财务费用	34.81	29.69	44.61	68.80	87.95
资产减值损失	-1.82	-83.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.22	0.49	0.14	0.17	0.12
投资净收益	17.72	18.84	21.95	20.21	20.56
营业利润	431.51	251.62	517.16	646.87	784.47
营业外收入	3.37	0.72	1.82	1.71	1.58
营业外支出	0.61	0.58	0.68	0.63	0.64
利润总额	434.27	251.76	518.31	647.95	785.41
所得税	78.75	46.69	93.30	116.63	141.37
净利润	355.52	205.07	425.01	531.32	644.04
少数股东损益	4.85	5.94	12.24	15.30	18.54
归属母公司净利润	350.68	199.13	412.78	516.02	625.50
EBITDA	588.10	396.44	610.50	765.58	922.93
EPS (元)	0.39	0.22	0.46	0.58	0.70

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	44.20	-4.73	31.54	21.09	18.07
营业利润(%)	147.88	-41.69	105.53	25.08	21.27
归属母公司净利润(%)	151.03	-43.22	107.29	25.01	21.22
获利能力					
毛利率(%)	33.39	30.18	29.57	28.19	27.36
净利率(%)	7.56	4.51	7.10	7.33	7.53
ROE(%)	9.96	5.62	10.82	11.93	12.65
ROIC(%)	9.41	5.80	10.03	10.93	11.64
偿债能力					
资产负债率(%)	36.83	35.32	38.24	39.61	39.22
净负债比率(%)	38.62	40.24	49.84	55.94	59.48
流动比率	2.17	2.37	2.27	2.25	2.33
速动比率	0.66	0.75	0.70	0.68	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.79	0.98	1.04	1.07
应收账款周转率	21.32	15.80	17.35	17.39	17.19
应付账款周转率	15.32	18.09	22.82	21.51	21.40
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.22	0.46	0.58	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.47	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	3.96	3.99	4.29	4.87	5.57
估值比率					
P/E	19.43	34.22	16.51	13.21	10.90
P/B	1.94	1.92	1.79	1.58	1.38
EV/EBITDA	12.15	18.02	11.70	9.33	7.74

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188