

潮宏基 (002345)

长期看好潮宏基K金业务的比较优势

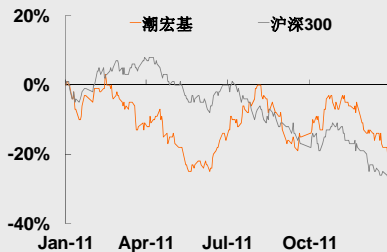
推荐 (维持)

现价: 24.45 元

主要数据

行业	造纸印刷
公司网址	www.chjchina.com
大股东/持股	潮宏基投资/17.08%
实际控制人/持股	廖木枝/18.18%
总股本(百万股)	180
流通 A 股(百万股)	117
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	44.01
流通 A 股市值(亿元)	28.61
每股净资产(元)	7.57
资产负债率(%)	19.2

行情走势图



相关研究报告

《闪耀2011——消费投资交相辉映》

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060512010003
22624814
yangchao518@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 行业或已过景气高点

2011 年受投资和消费的双驱动, 珠宝首饰处于行业景气度高点。2012 年受金价不确定性影响 (金价自 2011 年 8 月起进入盘整期), 投资驱动将减弱, 行业景气度可能出现下滑。(2009 年黄金投资与黄金首饰的比例约为 1:4)

■ 行业仍处于跑马圈地的阶段, 专柜最具优势

从终端来看, 行业仍有扩张空间。百货作为珠宝可以进驻的渠道, 目前终端数约为 6800 家, 并每年以 10% 左右的速度增长。周大福是目前拥有终端渠道数最多的珠宝品牌商, 约有 1300 家, 我们认为珠宝企业仍有较大的扩张空间。

直营专柜更加适合跑马圈地。珠宝相对较为保值, 终端打折较少, 更适合做直营; 专柜的启动资金较低, 且一个月即可达到盈亏平衡, 更加适合快速扩张。

■ K 金具有比较优势

中国的消费习惯逐渐转向 K 金。根据中宝协的预测, 未来细 K 金珠宝首饰的需求增速将持续高于行业增速 10% 左右。

K 金附加值体现在设计款式, 毛利率空间较高。一般黄金珠宝的零售毛利率为 5%-20%, 铂金为 10%-20%, K 金为 15%-90%。

■ 渠道和管理共同构筑潮宏基核心竞争力

主打 K 金奠定发展基础。从消费趋势和毛利率空间来看, K 金均具有比较优势。报告期内, 公司的 K 金业务占比均超过 50%。

以直营专柜为主, 扩张较稳健。行业仍处于跑马圈地阶段, 公司每年新增门店 80-100 家, 并以直营专柜为主, 适应现阶段行业的发展趋势, 业绩确定性较强。

设计管理系统逐渐完善。公司以自由设计师、设计院校和国外设计师构成三位一体的设计团队, 既保证了公司源源不断的设计灵感, 同时也使得设计更易于被市场接受。

■ 维持“推荐”评级

综合考虑公司的业绩确定性和目前较低的估值水平, 维持“推荐”评级。预计 2011 年至 2013 年, 公司的 EPS 分别为 0.89 元、1.21 元和 1.72 元。对应 2 月 10 日的收盘价 24.45 元, 动态 PE 分别为 27.6 倍、20.2 倍和 14.3 倍。

■ 风险提示

门店扩张低于预期; 市场对设计款式的接受度下降。

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	830	1,281	1,871	2,502
YoY(%)	46.0	54.3	46.1	33.7
净利润(百万元)	103	160	218	309
YoY(%)	22.2	54.6	36.4	41.7
毛利率(%)	35.4	35.4	36.7	37.3
净利率(%)	12.4	12.5	11.6	12.3
ROE(%)	7.8	11.2	13.3	15.8
EPS(摊薄/元)	0.57	0.89	1.21	1.72
P/E(倍)	42.6	27.6	20.2	14.3
P/B(倍)	3.3	3.1	2.7	2.3

正文目录

一、 受金价影响，珠宝行业景气度高已过	4
二、 专柜更适合跑马圈地，K 金更具比较优势	6
2.1 直营专柜更适合跑马圈地	7
2.2 K 金更具比较优势	8
三、 优质百货渠道和 K 金管理模式构筑核心壁垒	9
3.1 渠道壁垒逐渐加厚	9
3.2 K 金管理模式逐渐完善	11
3.3 K 金业务的比较优势将显现	11
四、 盈利预测与投资建议	12
4.1 关键假设	12
4.2 其他影响业绩的因素	12
4.2 投资建议	13
五、 风险提示	14

图表目录

图表 1	2011 年 1-12 月珠宝类零售类的月零售类增速保持在 40%-60%.....	4
图表 2	珠宝需求旺盛	5
图表 3	中国人均首饰占有率仍然很低.....	5
图表 4	中国黄金消费量持续上升.....	5
图表 5	金价从 2011 年 8 月起进入盘整期	5
图表 6	前三季度营业收入增长率提升.....	5
图表 7	前三季度净利润增长率提升	5
图表 8	2009 年黄金投资用途与首饰用途的比例约为 1:4	6
图表 9	中国近代珠宝行业概况.....	6
图表 10	中国珠宝首饰行业正处于增长期	7
图表 11	专卖店与专柜优劣比较.....	8
图表 12	采购成本占比约 70%	8
图表 13	珠宝行业拥有更高的直营溢价.....	8
图表 14	黄金和翡翠玉石是主要的消费品种.....	9
图表 15	K 金的毛利率空间更大.....	9
图表 16	2008 年世界主要钻石消费国所占比重	9
图表 17	2016 年世界主要钻石消费国所占比重	9
图表 18	自营比重不断提升	10
图表 19	主营毛利率较为稳定	10
图表 20	因管理不善而关店的情况逐渐改善.....	10
图表 21	潮宏基品牌价值不断提升	10
图表 22	潮宏基设计展示（紫气东来之盛世牡丹）	11
图表 23	Venti 设计展示.....	11
图表 24	K 金业务的毛利率受金价影响不大.....	12
图表 25	K 金占公司主营业务比重超过 50%.....	12
图表 26	行权条件易于实现	13
图表 27	主营业务预测（按渠道拆分）	13
图表 28	过去两年公司的 PE 均值为 30.8 倍（2010 年 1 月 28 日-2012 年 2 月 10 日） ..	14

一、受金价影响，珠宝行业景气度高已过

2011年，珠宝零售累计值增速保持在40%-60%之间，行业处于景气高点。我们认为驱动因素是消费升级和投资需求。

从需求角度看，中国珠宝首饰人均占有率还很低（人均约0.3），不少咨询公司、行业协会与行业上市公司认为，珠宝正成为继房产、汽车之后消费的第三极。KPMG调查报告指出，珠宝已经成为中国人最想拥有的奢侈品。

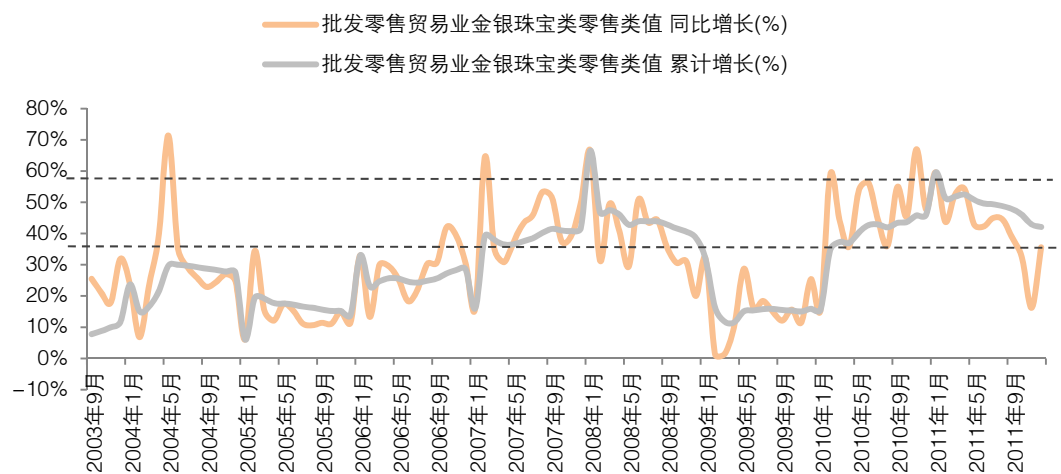
从投资角度看，美元持续走弱和高通胀预期均对投资需求起到了推动作用。由于欧债危机尚未解决和美国经济的不确定性，黄金仍是较好的避险工具，但2012年金价出现类似于2011年大幅上涨的可能性不大。（平安行业组）

依托行业高景气度，上市珠宝类公司的业绩频超预期。除东方金钰外，其余珠宝类公司前三季度营业收入增速均高于去年同期；除山下湖和豫园商城外，其余珠宝类公司前三季度的净利润增速均高于去年同期。

行业景气高点可能已过。我们认为造成景气度下行的主要原因来自于投资需求减弱，受金价不确定性的影响（金价自2011年8月起进入盘整期），黄金投资会出现下滑的可能。2009年黄金投资与首饰消费的比例约为1:4，对黄金消费影响约为20%。

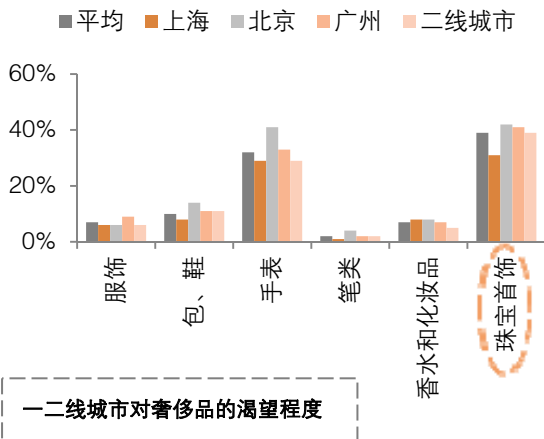
图表1 2011年1-12月珠宝类零售类的月零售类增速保持在40%-60%

单位：%



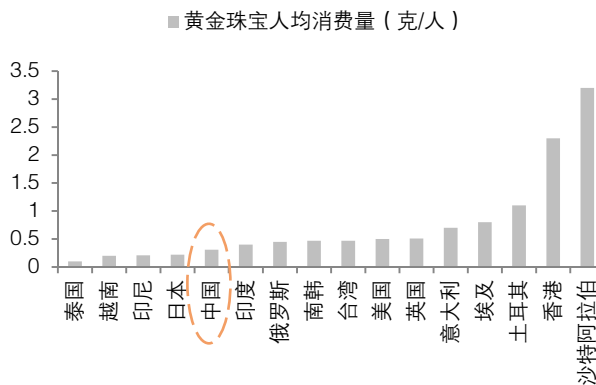
资料来源：华通人，平安证券研究所整理

图表2 珠宝需求旺盛 单位：%



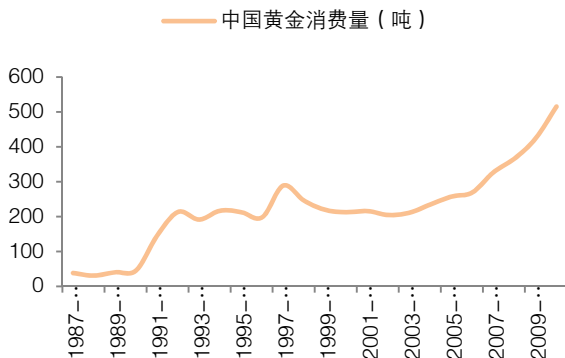
资料来源：KPMG，平安证券研究所整理

图表3 中国人均首饰占有率仍然很低 单位：克/人



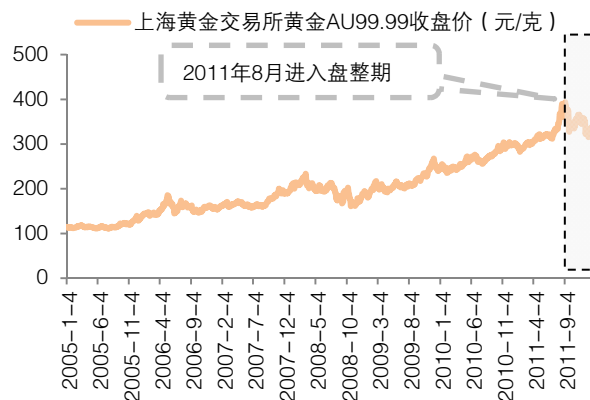
资料来源：WGF，平安证券研究所整理

图表4 中国黄金消费量持续上升 单位：吨



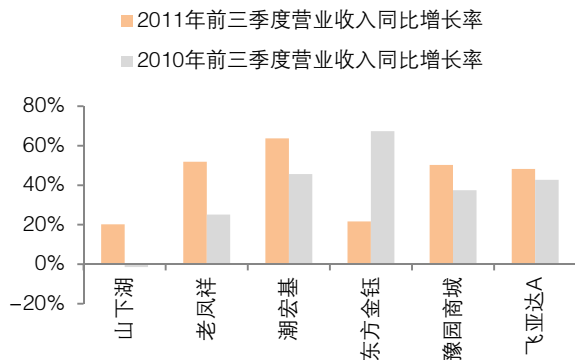
资料来源：CEIC，平安证券研究所整理

图表5 金价从2011年8月起进入盘整期 单位：元/克



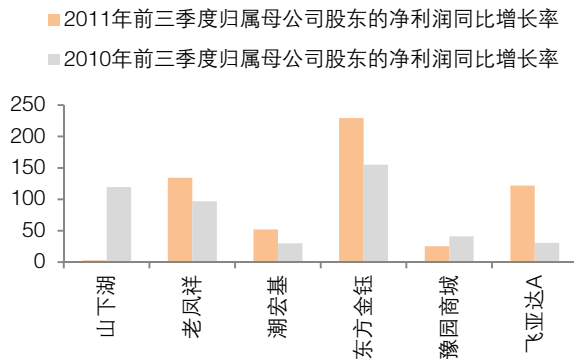
资料来源：CEIC，平安证券研究所整理

图表6 前三季度营业收入增长率提升 单位：%



资料来源：wind资讯，平安证券研究所整理

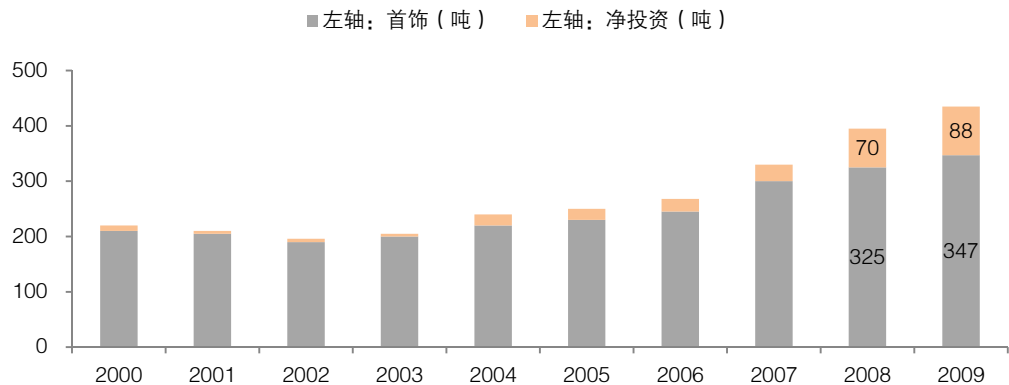
图表7 前三季度净利润增长率提升 单位：%



资料来源：wind资讯，平安证券研究所整理

图表8 2009年黄金投资用途与首饰用途的比例约为1:4

单位：吨



资料来源：WGF，平安证券综合研究所

二、专柜更适合跑马圈地，K金更具比较优势

从行业发展角度来看，中国珠宝行业正处于增长期。2007年迎来中国珠宝首饰消费的高峰期，黄金消费量位居世界第二，珠宝玉石首饰消费额位居世界第三。目前，中国的珠宝首饰公司有4万多家，主要分布在华南和华东地区。

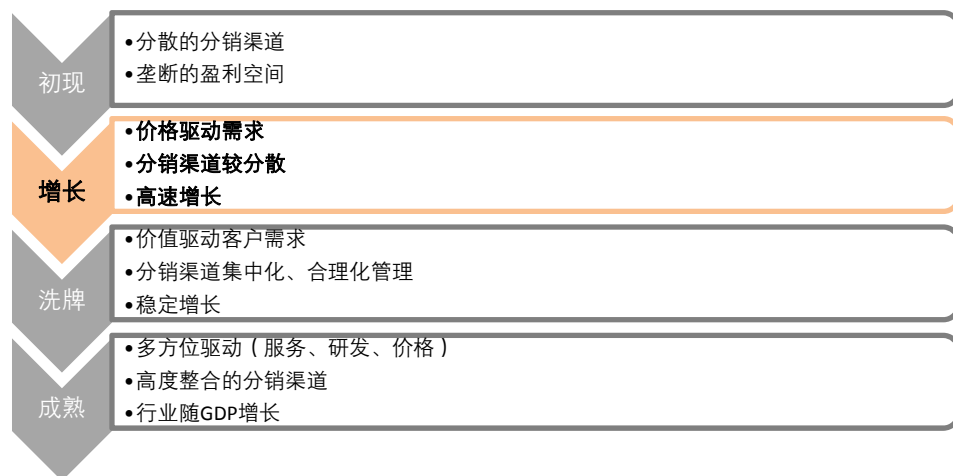
图表9 中国近代珠宝行业概况

新中国建国初期	对旧社会珠宝作坊进行改造，市场规模很小
1982年	全国金银珠宝首饰和玉雕产品生产企业95家，年产值9,500万元，其中一半以上用于出口
1985年	国务院颁布了《关于加快黄金饰品生产和做好储备、销售工作的报告》，并一次性投入100吨黄金生产黄金首饰
1980年代末	我国黄金首饰消费量超过百吨
1990年	我国黄金首饰定点厂增加到了96个，年产值超过17亿元，销售收入突破14亿元，出口额达到2.4亿美元，国内的金银珠宝首饰市场达到了历史性规模；玉石雕刻企业工业总产值为4.9亿多元
1990s (快速发展期)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 少数国外奢侈品牌及香港“四大”珠宝品牌开始进入中国 2. 珠宝首饰消费真正地走入了百姓家庭 3. 到上世纪90年代末，我国的黄金首饰生产企业已达500多家，珠宝玉石首饰生产企业已达4,000多家，加之个体和乡镇珠宝首饰企业，估计可达2万家 4. 粗略估计，我国九十年代珠宝首饰业较八十年代初的生产规模提高了近百倍，发展速度更达八十年代发展速度的十倍
2000年	我国的黄金珠宝首饰总销售额达890亿元，是1990年珠宝首饰总销售额的44倍之多

2007 年（高增长长期到来）	<ol style="list-style-type: none"> 1. 我国拥有各类珠宝企业 5 万余家，从业人员 300 多万。其中，珠宝零售企业约 4 万家，从业人员 150 多万 2. 我国黄金消费达 363 吨，位居印度之后列世界第二。珠宝玉石首饰销售额超过 1,700 亿元，仅次于美国、日本成为了世界第三大珠宝市场 3. 中国已成为世界上最大的玉石加工及消费国，年消费量超 200 亿元 4. 最大的珍珠生产国，年产珍珠约 1,600 吨，占世界珍珠年总产量 95%以上； 5. 最大的铂金消费国，首饰用铂金约 78 万盎司 6. 还是全球最大的钻石消费国之一，年消费钻石首饰 250 多亿元
-----------------	--

资料来源：平安证券研究所

图表10 中国珠宝首饰行业正处于增长期



资料来源：平安证券研究所整理

2.1 直营专柜更适合跑马圈地

渠道是必争之地。从美国的经验来看，渠道商是行业的领导者。2004 年美国珠宝销售额最大的零售商是沃尔玛，销售额为 26 亿美元，相比于其他零售商，沃尔玛拥有绝对的渠道优势。

行业仍处于跑马圈地阶段。目前，中国的百货终端约有 6800 家，而周大福目前的终端数超过 1300 家，计划于 2020 年达到 2000 家，行业仍有较大的扩张空间。

直营专柜更适合跑马圈地阶段，原因是：

- 由于珠宝的附加值较高，更适合做直营，表现出直营溢价较高（直营毛利率-加盟毛利率）。对比家纺行业和潮宏基，在全年折扣均为 8.8 折左右的情况下，潮宏基的直营溢价高于家纺行业。
- 专柜的启动资金较专卖店低，更易于快速扩张。由于珠宝首饰的单价较高且原材料绝大多数存在稀缺性。行业的成本绝大部分是采购成本，约占行业总成本的 70%，专卖店终端会加大资金需求。而专柜的资金压力则相对较小，专柜面积一般在 30-50 平米，装修费一般在 10-20 万元左右，一般新店第一个月就可以达到盈亏平衡。

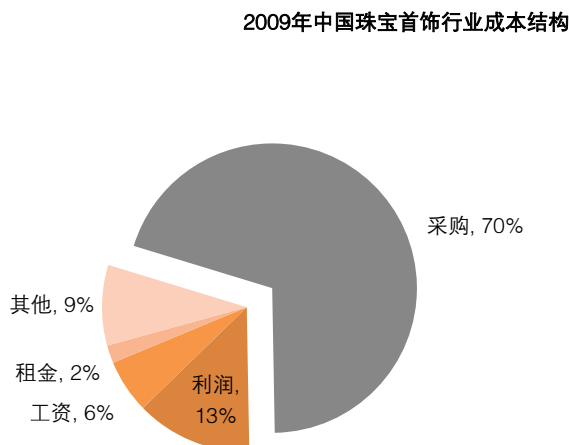
图表11 专卖店与专柜优劣比较

	前期投入	培育期	占用现金流	费用
专卖店	较大	1-2年	不占用，及时收款	租金
商城专柜	较小	小于1年	占用，月底与百货结算	扣点

资料来源：平安证券研究所整理

图表12 采购成本占比约70%

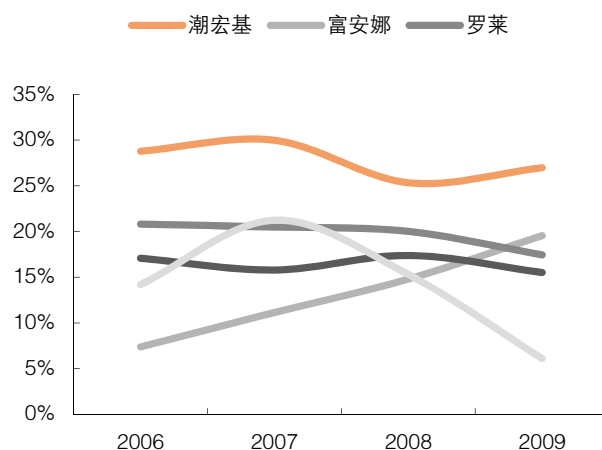
单位：%



资料来源：华通人，平安证券研究所整理

图表13 珠宝行业拥有更高的直营溢价

单位：%



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

2.2 K 金更具比较优势

以原材料分，中国的珠宝首饰主要分为黄金、铂金、翡翠玉石和钻石。受传统文化的影响，黄金和翡翠玉石是主要的消费品种。翡翠因需求仅限于华人消费，市场空间并未打开。钻石主要受婚庆消费推动（70%以上是婚戒消费），而婚庆消费主要受 80 后的结婚高峰推动，属于阶段性因素。

K 金与纯金（铂金和黄金）的比较优势主要体现在两个方面：

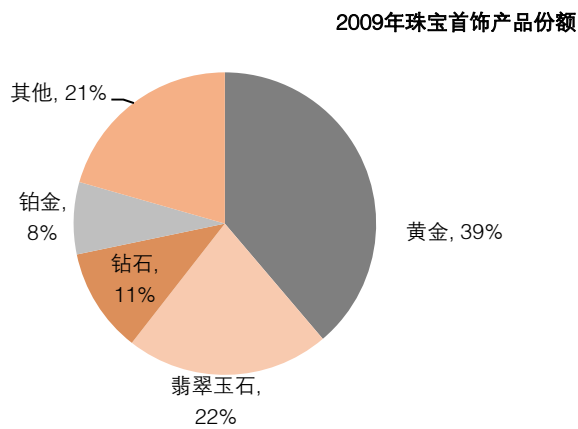
■ 较高的附加值带来较大的毛利率空间

K 金是黄金与其他金属熔合而成的合金，优势在于设计款式多样，附加值较高。据日本著名的首饰杂志《宝石四季》报道，现在黄金的配比有 450 种，最常用的有 20 多种。

K 金的高附加值体现为毛利率较高。一般足金的毛利由足金的购销差价和加工费构成，毛利率相对较低。一般黄金珠宝的零售毛利率为 5%-20%，铂金为 10%-20%，钻石为 50%-60%。而 K 金的贵金属含量较低，价值主要体现在设计和工艺环节，‘隐含’的因素较多，毛利率也相对较高，一般 K 金的零售毛利率为 15%-90%。

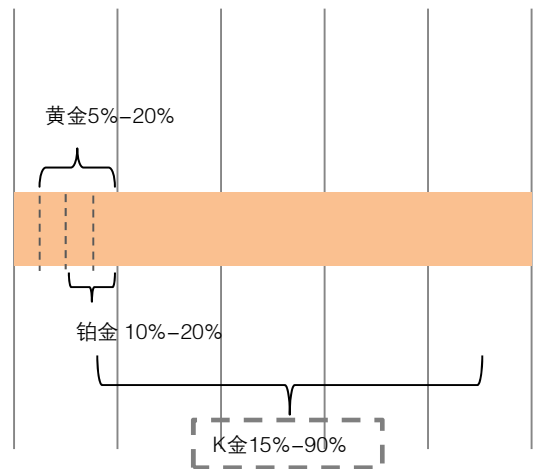
■ **K 金服饰化打开增长空间。**我们认为，以消费习惯来看，珠宝消费会滞后于服饰消费，K 金更加符合个性化需求，更加符合珠宝服饰化的趋势。根据中宝协的预测，未来细 K 金珠宝首饰的需求增速将持续高于行业增速 10%左右。

图表14 黄金和翡翠玉石是主要的消费品种 单位：%



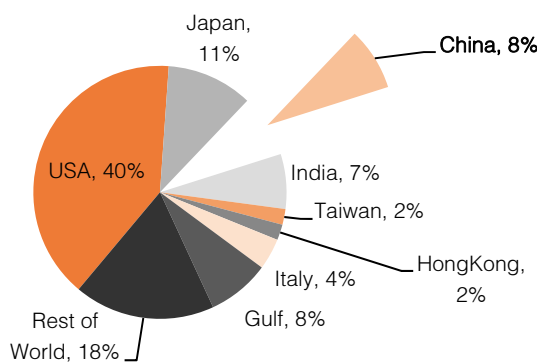
资料来源：华通人，平安证券研究所整理

图表15 K金的毛利率空间更大 单位：%



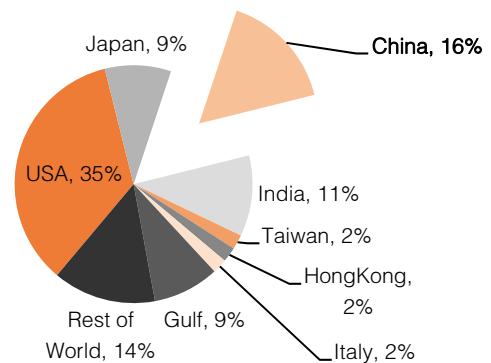
资料来源：平安证券研究所整理

图表16 2008年世界主要钻石消费国所占比重



资料来源：DeBeers资料，平安证券研究所整理

图表17 2016年世界主要钻石消费国所占比重



资料来源：DeBeers预测，平安证券研究所整理

三、优质百货渠道和 K 金管理模式构筑核心壁垒

3.1 渠道壁垒逐渐加厚

国内百货门店虽然有 6800 余家，但优质百货资源相对稀缺，且一二线城市的优质商圈已基本饱和，渠道对于品牌商来说是稀缺资源。因此行业新进入者在渠道方面面临的更大问题是更高的渠道成本，即百货扣点。随着公司与百货的合作日益密切以及门店的快速扩张，公司对于百货的溢价能力逐渐加强，渠道壁垒逐渐加厚。公司镶嵌、珠宝类的扣点为 20%左右，黄金首饰则不足 10%。

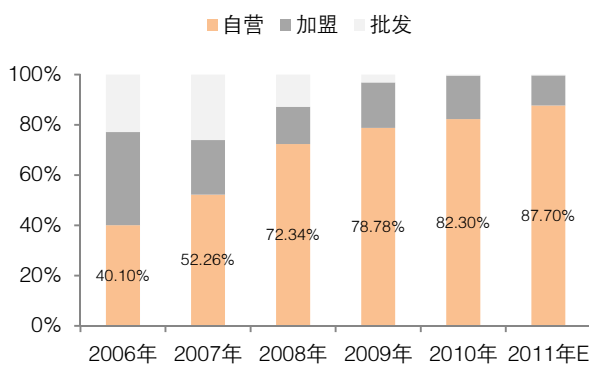
渠道结构不断优化，盈利能力提升。以渠道结构分，公司共有三种渠道盈利模式，分别是自营、品牌代理和非品牌批发，毛利率水平依次递减（分别约为 40%，17%和 8%），造成递减的原因是渠道

扁平化和品牌附加值。报告期内，公司自营销售比重不断提升，自营门店以每年 80-100 家的速度扩张，高于品牌代理的扩张速度。公司未来的战略仍旧是以自营门店扩张为主。

我们认为公司可以实现自营渠道快速扩张的原因是：

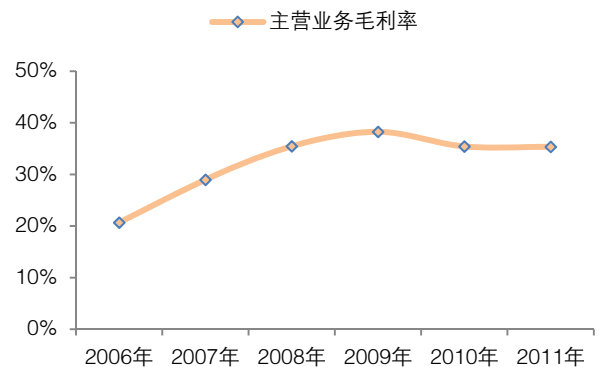
- 公司的自营渠道以专柜为主，利于快速扩张。专柜的初期店面投入成本较低，除铺货的资金外，仅需投入约 20 万的装修费，占收入比重约 10%。目前公司的自营店中，专卖店约有 15 家，仅占自营终端比重约为 4%，扩张的资金压力相对较小。
- 公司已经累计了相当的品牌效应，更利于进入新的百货体系。公司品牌专营店中 95%以上设立在优质的百货渠道中，在中国连锁经营协会公布的“2008 年中国连锁百强”零售企业中，已与公司建立战略合作关系的百货商场达 52.27%。公司的品牌价值由 2009 年的 44.25 亿元上升至 2010 年的 47.95 亿元；在中国 500 最具价值排行榜中，由 187 位上升至 184 位。（世界品牌实验室）
- 终端管理能力不断提升。报告期内，公司因决策失误或管理不善而造成的撤店比重呈下降趋势。2006 年因决策失误造成的关店数为 1 家，占当年关店数比重为 50%，2008 年和 2009 年 1-6 月的比重降至 25%。公司是国内首家应用 SAP-ERP 信息管理系统的珠宝企业，该系统强化了公司跨地区管理能力，为销售渠道的继续拓展奠定了基础。

图表18 自营比重不断提升 单位：%



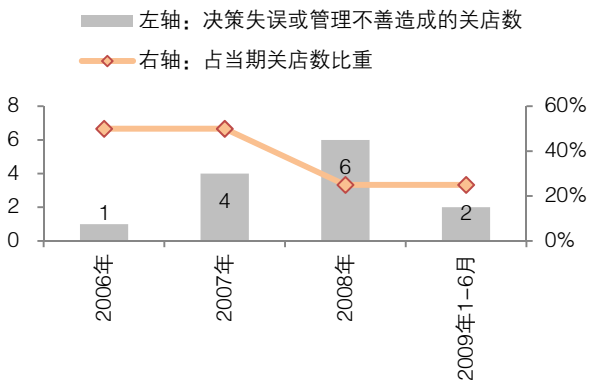
资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

图表19 主营毛利率较为稳定 单位：%



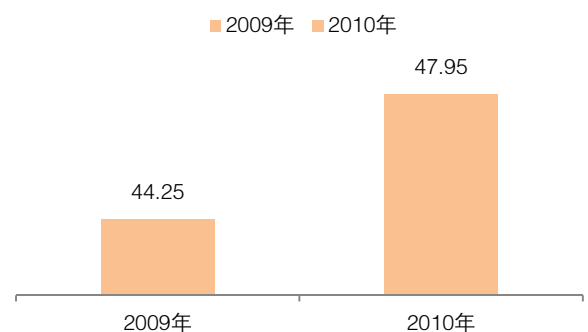
资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

图表20 因管理不善而关店的情况逐渐改善



资料来源：招股书，平安证券研究所整理

图表21 潮宏基品牌价值不断提升 单位：亿元



资料来源：世界品牌实验室，平安证券研究所整理

3.2 K 金管理模式逐渐完善

K 金最大的特点是细分市场较多，对市场化的设计体系要求较高。公司每年投放至市场的款式超过 5000 款，并积极参加珠宝展览会扩大品牌影响力。我们认为公司的管理模式符合 K 金行业的规律，其核心优势在于：

- 多品牌运作经验。公司目前共运营两个品牌，潮宏基和 Venti。潮宏基为公司全资品牌，Venti 为公司控股品牌（控股汕头朗日）。Venti 与潮宏基形成差异化竞争，分别占据不同的细分市场。Venti 品牌为时尚珠宝首饰，目标客户群为 20-35 岁年轻时尚的职业女性。
- 三位一体的设计师体系。公司的设计团队来自于三个方面：自有设计团队，设计院校和国外设计师。设计院校和国外设计师主要提供更加潮流的设计款式，而自有设计师团队则更加贴近公司和市场。三位一体的设计师团队模式既保证了公司源源不断的设计灵感，同时也使得设计更易于被市场接受。

图表22 潮宏基设计展示（紫气东来之盛世牡丹）



资料来源：平安证券研究所整理

图表23 Venti设计展示



资料来源：平安证券研究所整理

3.3 K 金业务的比较优势将显现

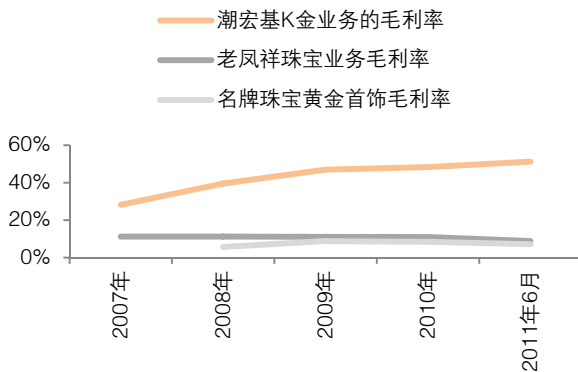
由于 K 金业务的价值在于设计和品牌，与金价的关联性较弱，因此在金价走势较弱或者不明朗的情况下，公司 K 金业务的比较优势将显现。

由于公司自营业务产品销售定价采取根据市场差异化程度和不同定位、按不同档次产品分类定价的策略，每类产品定价主要采用各自“固定毛利率”的基本原则确定，因此 K 金业务的毛利率也较为稳定，不会出现类似于黄金业务的金价上涨而毛利率反而下降的情况。

报告期内，按照“固定毛利率”的基本原则，并且受渠道结构的影响，公司 K 金毛利率呈逐渐上升趋势，由 2006 年的 20.12% 上升至 2010 年的 48.35%。我们认为，随着渠道结构的改善，公司 K 金业务的毛利率将呈逐年稳定上升的趋势。

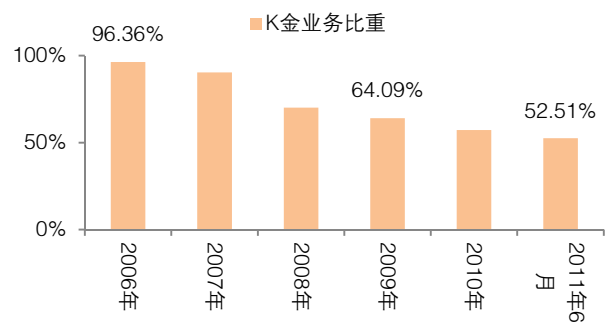
历年公司 K 金业务的比重均超过 50%。公司为了适应发展需要，针对不同的市场并充分发挥渠道优势，提高单店营运能力，根据市场实际需求从 2007 年底开始逐步扩大了铂金镶嵌、足黄金等产品线的产销规模。

图表24 K金业务的毛利率受金价影响不大 单位：%



资料来源：招股书，平安证券研究所整理

图表25 K金占公司主营业务比重超过50% 单位：%



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

四、盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

- 公司未来三年内的扩张计划仍旧以专柜为主，每年的扩张速度为 80-100 家零售终端。考虑到专柜的培育期较短，假设单店收入每年的同比增速为 15%-20%。
- 加盟门店的扩张放缓，每年增加约为 10 家，每年的单店收入同比增速为 15%。
- 随着公司的设计、品牌运营经验的累计，以及渠道结构的调整，我们认为公司未来的毛利率呈逐年上升的趋势。预计 2011 年至 2013 年公司的主营业务的毛利率分别为 35.34%，36.65% 和 37.23%。（分渠道预测参考图表）
- 随着公司管理经验的逐渐完善，我们认为费用率将呈下降趋势。预计 2011 年至 2013 年管理费用率分别为 2.5%，3%和 2.9%；销售费用率分别为 18%，19%和 18.3%。其中 2011 年费用率较低的原因是金价上涨较快，行业景气度较高。

4.2 其他影响业绩的因素

➢ 股权激励倾向于“奖励”

本次股权激励共授予股票期权 346.6 万份（首次授予 312.21 万份，预留 34.5 万份），占公司流通股本比重为 2.68%，授予日是 2011 年 8 月 10 日，首次的行权价格为 36.97 元。

行权条件易于实现。我们预计未来 3 年公司净利润年复合增长率约为 35%，净资产收益率在 11%-15%之间。公司的行权条件较为宽松，易于实现，激励政策更倾向于奖励。

图表26 行权条件易于实现

行权期	业绩指标
第一个行权期	2011 年度经审计的加权平均净资产收益率达到或超过 9%； 2011 年度经审计的净利润较 2010 年度的增长率达到或超过 25%。
第二个行权期	2012 年度经审计的加权平均净资产收益率达到或超过 10%； 2012 年度经审计的净利润较 2010 年度的增长率达到或超过 65%。
第三个行权期	2013 年度经审计的加权平均净资产收益率达到或超过 11%； 2013 年度经审计的净利润较 2010 年度的增长率达到或超过 115%。

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

➤ **大股东参股钻石看货商**

公司大股东潮鸿基投资有限公司购入 AMC 安特钻石公司位于纳米比亚子公司的部分股权。AMC 安特钻石公司是德比尔斯全球看货商之一，位于纳米比亚的子公司拥有第一手的毛坯钻采购权并专注于 1-3 克拉的优质钻石打磨生产。

入股看货商有利于稳定公司钻石供应源，控制成本。据德比尔斯预测，中国 2016 年的钻石消费占世界份额将上升至 16%，较 2008 年翻倍。

图表27 主营业务预测（按渠道拆分）

单位：百万元，%

		2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
自营	收入	447.93	682.76	1122.77	1668.67	2245.61
	YOY(%)	38.03%	52.43%	64.44%	48.62%	34.57%
	占比	78.78%	82.30%	87.70%	89.20%	89.76%
	毛利率	44.32%	39.42%	38.00%	39.00%	39.50%
加盟	收入	102.97	143.45	153.06	195.58	247.41
	YOY%	54.90%	39.32%	6.70%	27.78%	26.50%
	占比	18.11%	17.29%	11.96%	10.45%	9.89%
	毛利率	17.34%	16.99%	16.00%	17.50%	17.60%
批发	收入	17.67	3.38	4.47	6.52	8.73
	YOY%	-69.32%	-80.88%	32.17%	46.12%	33.73%
	占比	3.11%	0.41%	0.35%	0.35%	0.35%
	毛利率	6.27%	8.40%	30.00%	10.00%	10.00%
主营业	收入	568.56	829.59	1280.30	1870.78	2501.74
	YOY%	26.75%	45.91%	54.33%	46.12%	33.73%
	毛利率	38.25%	35.42%	35.34%	36.65%	37.23%

资料来源：平安证券研究所整理

4.2 投资建议

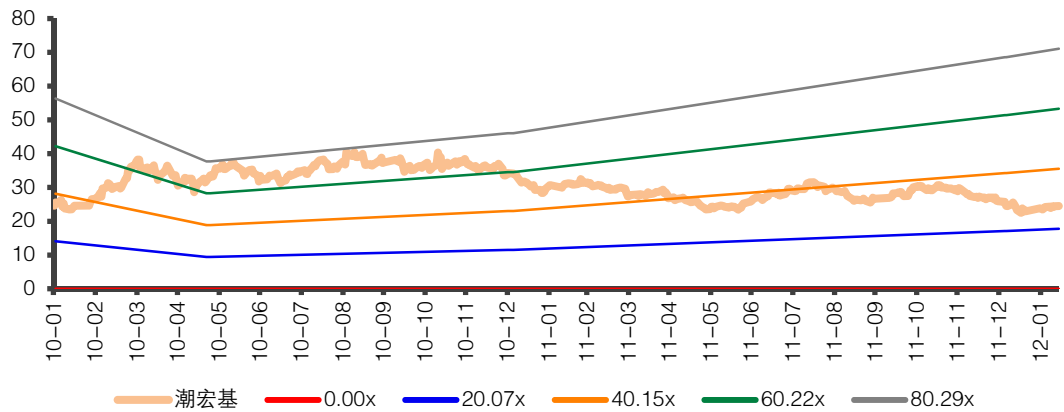
长期看好公司的 K 金业务，短期内业绩超预期的可能性不大。公司未来的成长主要来自于门店的扩张和品牌运营经验的提升，业绩确定性较强。

目前公司的 PE 估值处于历史较低水平，未来有提升空间。2010 年 1 月 28 日至 2012 年 2 月 10 日，公司的 PE 的算数平均值为 30.8 倍，以 2 月 10 日的收盘价估算，PE 估值为 27.4 倍。考虑到未来 3 年公司净利润的复合增速有望保持在 35%-40%之间，估值水平仍有提升的可能。

综合考虑公司的业绩确定性和目前较低的估值水平，维持“推荐”评级。预计 2011 年至 2013 年，公

司的 EPS 分别为 0.89 元,1.21 元和 1.72 元。对应 2 月 10 日的收盘价 24.45 元, 动态 PE 分别为 27.6 倍,20.2 倍和 14.3 倍。

图表28 过去两年公司的PE均值为30.8倍 (2010年1月28日-2012年2月10日)



资料来源: wind资讯, 平安证券研究所整理

五、风险提示

- 门店扩张低于预期。公司门店扩张以直营专柜为主, 异地扩张面临与百货之间的博弈, 存在个别区域或百货体系进入壁垒较高的可能。
- 市场对设计款式的接受度下降。K 金业务的主要核心在于设计, 虽然公司拥有三位一体的设计师体系, 但仍然存在设计款式不被市场接受的可能。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1281	1475	2070	2748
现金	475	293	374	500
应收账款	49	77	112	150
其他应收款	6	13	19	25
预付账款	11	17	24	31
存货	731	1076	1541	2041
其他流动资产	9	0	0	0
非流动资产	169	167	156	143
长期投资	0	0	0	0
固定资产	26	66	79	78
无形资产	12	12	12	12
其他非流动资产	132	89	66	54
资产总计	1450	1642	2226	2892
流动负债	103	190	545	888
短期借款	0	0	242	494
应付账款	97	166	237	314
其他流动负债	6	25	66	79
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	103	190	545	888
少数股东权益	19	27	37	53
股本	180	180	180	180
资本公积	941	941	941	941
留存收益	208	305	522	831
归属母公司股东权益	1329	1425	1643	1952
负债和股东权益	1450	1642	2226	2892
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-242	-136	-163	-117
净利润	108	168	229	324
折旧摊销	27	6	10	13
财务费用	-11	-12	-3	9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-377	-298	-400	-463
其他经营现金流	11	-0	0	0
投资活动现金流	-131	5	0	0
资本支出	131	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-0	5	0	0
筹资活动现金流	795	-51	245	244
短期借款	-50	0	242	253
长期借款	-21	0	0	0
普通股增加	90	0	0	0
资本公积增加	883	0	0	0
其他筹资现金流	-107	-51	3	-9
现金净增加额	422	-182	81	126

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	830	1281	1871	2502
营业成本	536	828	1185	1570
营业税金及附加	2	6	9	13
营业费用	151	231	356	458
管理费用	33	32	56	73
财务费用	-11	-12	-3	9
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	119	195	268	380
营业外收入	3	2	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	122	197	269	381
所得税	14	30	40	57
净利润	108	168	229	324
少数股东损益	5	8	11	15
归属母公司净利润	103	160	218	309
EBITDA	135	190	276	402
EPS (元)	0.57	0.89	1.21	1.72
主要财务比率				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	46.0%	54.3%	46.1%	33.7%
营业利润	23.8%	64.2%	37.1%	41.9%
归属于母公司净利润	22.2%	54.6%	36.4%	41.7%
获利能力				
毛利率(%)	35.4%	35.4%	36.7%	37.3%
净利率(%)	12.4%	12.5%	11.6%	12.3%
ROE(%)	7.8%	11.2%	13.3%	15.8%
ROIC(%)	10.7%	13.1%	14.2%	16.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	7.1%	11.6%	24.5%	30.7%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	44.36%	55.71%
流动比率	12.43	7.76	3.79	3.10
速动比率	5.34	2.10	0.97	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.83	0.97	0.98
应收账款周转率	23	20	20	19
应付账款周转率	7.56	6.30	5.89	5.70
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.89	1.21	1.72
每股经营现金流(最新)	-1.34	-0.75	-0.91	-0.65
每股净资产(最新摊薄)	7.38	7.92	9.13	10.84
估值比率				
P/E	42.61	27.56	20.20	14.25
P/B	3.31	3.09	2.68	2.25
EV/EBITDA	29	21	14	10

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257