

潮宏基(002345)

初心不变，以“蜕”为进

——潮宏基首次覆盖报告

✍️ : 马莉 执业证书号: S1230520070002  
☎️ : 陈腾曦、史凡可  
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

公司定位年轻化，长期坚守匠心文化+坚持原创设计+传承东方文化建立强产品力，受益国潮崛起。以“蜕”为进回归主业，补齐品牌短板，加快加盟拓展渠道，女包医美等负面因素消退，业绩有望超市场预期。

投资要点

□ 定位年轻消费群体，打造轻奢珠宝龙头

公司业务以时尚珠宝为主，传统黄金及皮具为辅，21H1 时尚珠宝/传统黄金/皮具的收入占比分别为 61%/27%/10%，旗下珠宝品牌“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”和女包品牌“FION 菲安妮”均定位均年轻化，与年轻消费群体交流顺畅。

□ 全产业链布局，长期坚守匠心文化+坚持原创设计+传承东方文化，建立强产品力，有望充分受益国潮崛起

公司重视研发设计及品控，2000 年即确立以设计领先的理念，组建自有设计团队、自有工厂，持之以恒地以原创设计产品进行差异化竞争。2009 年成立花丝工艺工作室，“复活”花丝工艺。2020 年公司共有设计研发人员 231 人，拥有国内外注册商标及专利近 700 项，研发投入超同行。公司持续推出运用花丝等古法工艺及“鼓韵”、“京粹”等融合中国传统文化元素的品牌特色产品。公司在古法工艺和国潮元素的深耕建立了强产品力，有望乘国潮之风再启航。

□ 以“蜕”为进回归主业，负面因素逐步消化开启业绩复苏

1) 历史上公司多元化布局“她经济”求变反加剧波折。2014 年收购的女包品牌 FION，后受百货行业调整影响巨大，18 年和 19 年针对收购的 FION 分别计提了巨额商誉减值 2.09 亿元和 1.52 亿元，极大拉低了该年净利润。2015 年投资美妆跨境电商平台拉拉米，参股 16.45%，2016 年投资医美平台更美 App，2016 年 9 月以 3.92 亿元收购美容机构思妍丽 26% 股权，2018 年 3 月计划以 12.95 亿元购买思妍丽剩下 74% 的股份，2019 年 7 月宣告终止收购。

2) 潮宏基重新聚焦于珠宝和女包，负面因素逐步消化开启业绩复苏。2020 营收实现 32.15 亿元 (yoy-9%)，归母净利润实现 1.40 亿 (yoy+72%)，21H1 营收实现 22.96 亿元 (yoy+63%)，归母净利润实现 2.02 亿 (yoy+1404%)，目前公司 8 亿商誉超 99% 为女包 FION 品牌，随着公司完善线下购物中心布局和发力线上新渠道，女包业务恢复稳健发展，从 21H1 公司子公司潮宏基国际 (含孙公司潮尚国际投资和菲安妮等) 实现净利润 2883 万可以看出，女包业务发展良好。

□ 补齐品牌短板，珠宝线下加盟加快拓展，未来空间广阔

1) 快速拓展加盟渠道，重新步入发展快车道，潮宏基加盟自 2018 年以来加速下沉，2020 及 21H1 加盟店分别新增 97 家/34 家，加盟店数量占比从 2017 年的 29% 提升至 21H1 的 57%，预计 3-5 年内门店翻倍达 2000 家，打开新空间。

2) 积极布局线上渠道，21H1 珠宝第三方平台电商收入占比达 17.98%，同比增长 31.79%；公司发力线上营销，加速品牌形象年轻化升级，推动公域私域流量联动，带动转化率和复购率提升。

评级

买入

上次评级	首次评级
当前价格	¥ 5.31

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.11
1Q/2021	0.12
4Q/2020	0.07
3Q/2020	0.07



公司简介

公司是一家高档时尚珠宝首饰的研发、生产和营销型企业，主要产品为珠宝首饰和时尚女包，核心业务是“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌的运营管理。

相关报告

报告撰写人：陈腾曦

3) 加强品牌投入, 逐步补齐品牌短板, 21H1 邀请知名明星唐艺昕任品牌大使, 21H1 广告宣传费 6997 万元, 同比增长 40%。

#### □ 盈利预测及估值

公司年轻化定位, 工艺底蕴深厚, 设计能力强大, 受益国潮崛起, 未来几年公司将着力渠道开放和下沉布局, 积极投入线上渠道和品牌营销, 步入发展快车道, 女包业务亦贡献稳定利润。预计 21/22/23 年公司总营收分别实现 42.35/50.94/61.16 亿元, yoy+31.73%/20.28%/20.06%; 归母净利润分别实现 3.43/4.19/5.15 亿, yoy+145.33%/22.32%/22.78%, 考虑到公司 21-23 年业绩均保持在 20%+以上增速, 市场对龙头珠宝公司多给予 15-20X 以上估值, 公司目前 21-23 年对应 PE 分别为 14.0X/11.5X/9.3X, 上涨空间充分, 首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示: 疫情反复、竞争加剧、加盟拓展不及预期、女包发展不及预期

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3215.26	4235.31	5094.29	6116.10
(+/-)	-9.24%	31.73%	20.28%	20.06%
归母净利润	139.69	342.70	419.21	514.71
(+/-)	72.05%	145.33%	22.32%	22.78%
每股收益(元)	0.15	0.38	0.46	0.57
P/E	34.4	14.0	11.5	9.3

## 正文目录

<b>1. 潮宏基：本土年轻化的轻奢珠宝饰品龙头</b>	<b>5</b>
1.1. 业务体系：珠宝为主，女包为辅	5
1.2. 股权结构：股权相对分散，董事长廖创宾个人持股增加	6
1.3. 管理团队：早期即变革家族式管理，团队稳定	7
1.4. 财务状况：业务调整成果显现，业绩底部向上	8
<b>2. 发展历程：初心不变，几经波折，回归主业，步入新阶段</b>	<b>10</b>
2.1. 起家：定位东方时尚珠宝品牌，以原创推动差异化	10
2.2. 发展：品牌运作步入正轨，上市融资加快拓展百货专营店	11
2.3. 求变&波折：百货景气度下行，多元化布局求变，业绩下滑	11
2.4. 回归&蜕变：回归主业，渠道改革	11
2.5. 第二春：古法受宠，国潮风起	12
<b>3. 核心优势：供应链完善，产品力突出</b>	<b>13</b>
3.1. 业务模式：珠宝全产业链布局，信息化管理优化供应链	13
3.2. 产品力：传统工艺为骨，原创设计为形	14
3.2.1. 重视研发投入，坚守匠心工艺	14
3.2.2. 坚持原创设计，传承东方文化	16
<b>4. 未来看点：历史负面因素逐步消解，加盟下沉开店空间广阔</b>	<b>17</b>
4.1. 线下加盟渠道加速扩张，打开增长新空间	17
4.2. 线上营销沉淀品牌，私域运营转化流量	19
4.2.1. 加速品牌年轻化升级，多维度提升品牌影响力	19
4.2.2. 公域私域流量联动，智慧云店推进全渠道建设	20
4.3. 菲安妮预计贡献盈利，业绩端拖累逐步消化	22
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>23</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1：潮宏基股权结构（截至 2021.06.30）	7
图 2：潮宏基发展历史	10
图 3：第一届中国珠宝首饰设计(潮宏基杯)大奖赛	10
图 4：潮宏基巴塞尔“紫气东来”珠宝展	10
图 5：古法金手镯	12
图 6：古法金在 2021 年零售商黄金产品库存第三	12
图 7：潮宏基古法金系列	13
图 8：潮宏基×故宫联名	13
图 9：公司供应链及渠道货品组织方式	13
图 10：智能中台系统优化库存和供应链	14

图 11: 公司研发人员和专利数量 .....	15
图 12: 潮宏基研发费用率远超于同行水平 .....	15
图 13: 镇馆之宝花丝风雨桥 .....	15
图 14: 藏品清代蒙古族嵌珊瑚累丝鎏金顾姑冠 .....	15
图 15: 花丝镶嵌工作室 .....	15
图 16: 花丝糖果产品 .....	15
图 17: 潮宏基主要系列 .....	16
图 18: 潮宏基婚庆九宝 .....	17
图 19: 潮宏基 2021 彩金潮流趋势发布会 .....	17
图 20: 各行业收入占比 .....	18
图 21: 潮宏基门店数量 .....	18
图 22: 加盟业务的盈利来源 .....	18
图 23: 各地区收入占比 .....	18
图 24: 花丝糖果国潮正当红限定礼盒 .....	20
图 25: “结婚也不错”官网首页宣传图 .....	20
图 26: 公司代言人 .....	20
图 27: 广告宣传费逐年提升 (单位: 万元) .....	20
图 28: 潮宏基云店页面 .....	21
图 29: 网络渠道销售收入高速增长 (单位: 百万元) .....	21
图 30: 与头部主播合作带货 .....	21
图 31: 腾讯 X 潮宏基公私域联动直播战报 .....	21
图 32: FION 小怪兽系列 .....	22
图 33: FION×CF 油画系列 .....	22
图 34: FION 营收和增速 (单位: 百万元) .....	22
表 1: 收入按产品结构拆分 .....	5
表 2: 公司主要品牌 .....	6
表 3: 管理团队 .....	7
表 4: 核心子公司的投资金额、收入和利润情况 (单位: 百万元) .....	8
表 5: 收入按销售模式拆分 (单位: 百万元) .....	8
表 6: 潮宏基核心数据 (单位: 百万元) .....	9
表 7: IPO 募集资金用途表 .....	11
表 8: 加盟店数量 .....	12
表 9: 加盟店单店模型估计 .....	19
表 10: 潮宏基国际历年收入利润情况表 (单位: 百万元) .....	23
表 11: 公司核心收入驱动因素的拆分估计及预测 (单位: 百万元) .....	23
表 12: 公司分业务收入拆分估计及预测 (单位: 百万元) .....	24
表 13: 公司盈利预测 (单位: 百万元) .....	24
表 14: 公司与同业估值比较 (PE) .....	25
表附录: 三大报表预测值 .....	26

## 1. 潮宏基：本土年轻化的轻奢珠宝饰品龙头

潮宏基是一家从事中高端时尚消费品的品牌运营管理和产品的设计、研发、生产及销售的企业，主要产品为珠宝首饰和时尚女包，旗下有“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大核心品牌。潮宏基卡位 K 金赛道，走上了继承传统工艺，推广原创设计的差异化竞争道路。

潮宏基于 1996 年在广东汕头成立，1997 年创立“潮宏基”品牌，2000 年明确品牌核心竞争力：以设计领先为主导理念组建自有设计团队，组建自主的珠宝首饰设计室，以原创推动差异化。2010 年上市，成为国内第一家上市的时尚珠宝企业。潮宏基以 337.55 亿元的品牌价值连续十八年登榜中国 500 最具价值品牌，全渠道累积会员数超 1000 万。

2021H1 公司业绩大幅提升，公司营收 22.96 亿元，同比增长 62.82%，归母净利润为 2.02 亿元，同比增长 1404.4%。截至 2021 年 6 月，潮宏基公司旗下各品牌线下渠道在全国以及亚太地区布局已超 1300 个网点，主力品牌潮宏基拥有 397 家直营店和 567 家加盟店。

### 1.1. 业务体系：珠宝为主，女包为辅

公司产品以时尚珠宝为主，传统黄金及皮具为辅，定位追求时尚、有一定消费能力的年轻现代都市女性。公司旗下“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌协同发展，在化妆品、美容等行业也做了战略投资，核心客户群不断壮大，为“她经济”战略格局不断拓宽奠定了良好的基础。

时尚珠宝首饰是公司业务支柱，贡献主要收入和利润。近年来时尚珠宝首饰收入贡献占比均超过 60%，20 全年、21H1 分别实现收入 22.12 亿元、13.99 亿，占比达 68.79%，60.93%；传统黄金首饰营收占比稳定在 20%以上，皮具营收占比约为 10%。皮具毛利率约 60%，时尚珠宝毛利率约 40%，传统金饰毛利率则约 10%。

表 1：收入按产品结构拆分

	2017	2018	2019	2020	21H1
<b>时尚珠宝首饰</b>	<b>1,978.84</b>	<b>2,110.49</b>	<b>2,293.01</b>	<b>2,211.85</b>	<b>1,399.09</b>
YoY	16.67%	6.65%	8.65%	-3.54%	47.75%
毛利率	43.58%	46.58%	44.18%	39.77%	39.70%
/总营收	64.12%	64.98%	64.72%	68.79%	60.93%
<b>传统黄金首饰</b>	<b>715.31</b>	<b>723.95</b>	<b>807.25</b>	<b>650.90</b>	<b>619.02</b>
YoY	1.28%	1.21%	11.51%	-19.37%	92.20%
毛利率	7.68%	5.79%	6.91%	9.59%	11.41%
/总营收	23.18%	22.29%	22.79%	20.24%	26.96%
<b>皮具</b>	<b>353.66</b>	<b>358.76</b>	<b>354.90</b>	<b>268.46</b>	<b>221.87</b>
YoY	13.12%	1.44%	-1.07%	-24.36%	102.36%
毛利率	59.78%	60.14%	59.82%	56.47%	-
/总营收	11.46%	11.05%	10.02%	8.35%	9.66%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

CHJ 潮宏基是公司的主力品牌。创立于 1997 年初，系国内首家以 K 金时尚珠宝首饰为核心产品的珠宝品牌，以“时尚近季·奢侈近人”的品牌理念，引领中国珠宝年轻时尚

设计潮流，为更多注重生活品质、追求时尚品位的现代女性，打造设计感与性价比并重的珠宝首饰。

**VENTI 梵迪是培育探索中的年轻潮流珠宝品牌。**始创于 2003 年，“VENTI”出自拉丁语，寓意“风之精灵的赐福”，象征自由、自信、自我。VENTI 不仅拥有自己的独立设计师，还在世界范围内拥有敏锐的时尚买手团队，以法式浪漫风格为主线，通过精炼的线条和充满时尚灵感的精致创意珠宝呈现出来，定位于年轻化和张扬个性。

**FION 菲安妮是亚太地区知名女包品牌。**1979 年创立于香港，门店遍布香港澳门台湾地区以及日本、新加坡、马来西亚、印度尼西亚等国家。2014 年公司收购菲安妮 100% 的股权，共计耗资 13.96 亿。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，通过艺术联乘与时尚潮流的碰撞，带给女性更多元的内容和更多样的商品。

表 2：公司主要品牌

品牌名称	CHJ 潮宏基	VENTI 梵迪	FION 菲安妮
推出/收购时间	1997	2003	2014
客单价（元）	2000~5000	1000~3000	1000~2000
定位人群	25-35 岁，有一定消费能力的现代女性	一线城市、追求个性的年轻女性	25-30 岁的都市白领女性

核心款式

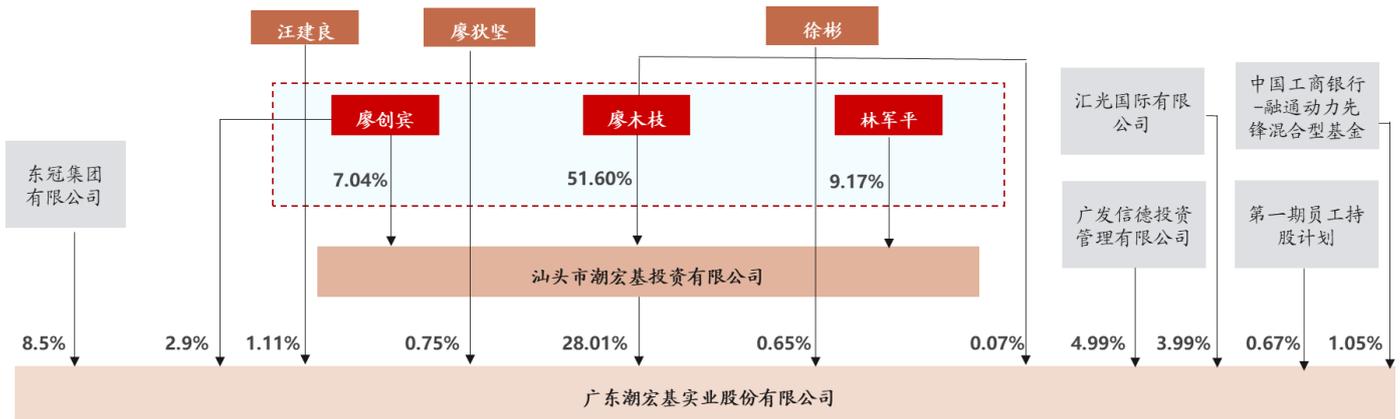


资料来源：公司公告，公司官网，公开资料整理，浙商证券研究所

## 1.2. 股权结构：股权相对分散，董事长廖创宾个人持股增加

创始人廖木枝为公司实际控制人，与其一致行动人，其子廖创宾（董事长），女婿林军平（董事），通过潮宏基投资持有 18.99% 的股权，廖创宾另单独持有 2.90% 股权。早期投资机构仍持有潮宏基，东冠集团为第二大股东，持股 8.5%，广发信德投资持股 4.99%，汇光国际持股 3.99%。

公司董事长、总经理廖创宾个人持股在增加。2017 年 7 月 19 日公司增发上市，廖创宾个人直接持股 1909 万股增至 2512 万股，持股比例从 2.26% 增至 2.77%；2018 年中报廖创宾个人直接持股 2512 万股增持至 2622 万股，持股比例从 2.77% 增至 2.90%。

**图 1：潮宏基股权结构（截至 2021.06.30）**


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3. 管理团队：早期即变革家族式管理，团队稳定

**管理团队经验丰富，长期稳定。**廖创宾是公司的董事长，核心负责战略。林军平负责供应链管理，蔡中华主管销售工作。从组织架构来看，三个品牌都是各自的团队，进行相对独立的运作。

**廖创宾是潮宏基的灵魂人物，其战略眼光带领公司稳健发展。**1998 年 24 岁的廖创宾就和父亲一起创立了潮宏基。廖创宾很早即建立起明确的品牌和设计意识，在珠宝行业国货势力微弱，周宇头港资品牌强势发展的 90 年代末，廖创宾带领公司确立了以 K 金为主的战略，发展原创设计能力，传承中国传统文化，走出差异化发展的道路。

早期公司为家族式创业，但 2000 年后，公司业务初具规模的情况下，公司即引入徐俊雄、蔡中华等外部人才。廖创宾意识到股东和经营层要分开，率先引入职业经理人，成为当时极少数进行“去家族化管理”的潮汕公司。目前公司高管团队仅有林军平与廖创宾系亲戚关系。

**表 3：管理团队**

姓名	职位	出生年份	工作经历
廖创宾	董事长、总经理	1972	现任公司董事长和总经理、汕头市潮宏基投资有限公司董事，中国珠宝首饰行业协会副会长
廖木枝	董事	1946	曾任广东潮宏基实业有限公司董事长；现任公司董事、汕头市潮宏基投资有限公司董事长
钟木添	董事	1955	现任公司董事、汕头市潮宏基投资有限公司董事及总经理
林军平	董事、副总经理	1972	曾任公司董事及生产总监、生产事业部总经理，现任汕头市潮宏基投资有限公司董事、公司董事和副总经理
徐俊雄	董事 副总经理、董秘	1973	1995 年至 2000 年在汕头市商业银行工作，历任公司财务经理助理、财务总监、董事会秘书，现任公司董事、副总经理、董事会秘书
蔡中华	董事、副总经理	1967	曾在香港嘉露国际、宁波新世界百货、香港创力营销等工作，2004 年加入公司，现任潮宏基珠宝 CEO
林斌生	副总经理	1979	曾任广东菲安妮皮具股份有限公司董事、董秘、财务总监，现任公司副总经理、菲安妮董事及总经理
苏旭东	财务总监	1963	2005 年起加入公司，先后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

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.4. 财务状况：业务调整成果显现，业绩底部向上

20 年以来，公司业绩重回发展快车道。2020 营收实现 32.15 亿元 (yoy-9%)，归母净利润实现 1.40 亿 (yoy+72%)，21H1 营收实现 22.96 亿元 (yoy+63%)，归母净利润实现 2.02 亿 (yoy+1404%)，这与公司进行业务调整，重新回归主业，聚焦珠宝与女包市场有关。公司从产品设计生产、营销培训、门店数字化管理等多方面出发提升门店质量，疫情期间也淘汰了部分表现较差的店，单店店效有所提升。潮宏基加盟自 2018 年以来加速下沉，2020 及 21H1 加盟店分别新增 97 家/34 家，加盟店数量占比从 2017 年的 29% 提升至 21H1 的 57%，预计 3-5 年内门店翻倍达 2000 家，打开新空间。另外积极布局线上渠道，21H1 第三方平台电商收入占比达 17.98%，同比增长 31.79%；

18-19 年业绩大幅下滑的主要原因是 FION 转型压力导致的商誉减值带来的影响，18 年 19 年 FION 商誉分别计提减值 2.09 亿和 1.52 亿，这导致 18 年 19 年归母净利润仅实现 0.71 亿、0.81 亿。目前公司 8 亿商誉超 99% 为女包 FION 品牌，随着公司完善线下购物中心布局和发力线上新渠道，女包业务恢复稳健发展，从 21H1 公司子公司潮宏基国际 (含孙公司潮尚国际投资和菲安妮等) 实现净利润 2883 万可以看出，女包业务发展良好。

**表 4：核心子公司的投资金额、收入和利润情况 (单位：百万元)**

	投资金额	营业收入		净利润	
		2020	2021H1	2020	2021H1
潮宏基国际	1364.95		222.67		28.83
广东潮汇网络科技有限公司	10.00	616.11	412.74	13.45	13.04
梵迪珠宝有限公司	68.70	76.11	33.97	-8.39	-2.90

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2018 年以来毛利率略有下降，主要系加盟比例提升，从 2018 年到 2021 年上半年，公司的加盟店从 337 家扩张至 575 家。而加盟代理毛利率低于直营毛利率，2021 年上半年加盟代理毛利率为 22.07%，直营毛利率为 38.38%。

**表 5：收入按销售模式拆分 (单位：百万元)**

	2017	2018	2019	2020	21H1
<b>自营</b>	<b>2560.3</b>	<b>2617.1</b>	<b>2962.6</b>	<b>2377.04</b>	<b>1,640.00</b>
YoY	8.64%	2.22%	2.89%	-19.77%	40.15%
毛利率	39.38%	41.18%	40.20%	38.75%	38.38%
/总营收	82.96%	81%	76%	73.93%	71.43%
<b>加盟代理</b>	<b>486.01</b>	<b>577.8</b>	<b>742.4</b>	<b>726.91</b>	<b>580.00</b>
YoY	36.72%	18.89%	28.49%	-2.09%	193.30%
毛利率	25.02%	28.32%	27.02%	23.97%	22.07%
/总营收	15.75%	17.79%	20.96%	22.61%	25.26%
<b>批发</b>	<b>13.49</b>	<b>10.9</b>	<b>54.1</b>	<b>52.17</b>	<b>35.92</b>
YoY	46.81%	-18.97%	394.74%	-3.57%	156.02%
毛利率	10.22%	12.65%	-	14.70%	13.14%
/总营收	0.44%	0.34%	1.53%	1.62%	1.56%
<b>其他收入</b>	<b>26.37</b>	<b>42.2</b>	<b>53.7</b>	<b>59.14</b>	<b>40.19</b>
YoY	52.45%	60.09%	27.21%	10.13%	42.27%
/总营收	0.85%	1.30%	1.51%	1.84%	1.75%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

各项财务指标表现健康。公司周转情况良好，应收账款控制在合理范围内波动，存货可控；在建工程数目大幅增加主要系2019年6月开始潮宏基总部基地项目的修建，该项目计划总投资6.3亿元，截至2021H1已投1.41亿，工程进度已完成约30%；ROA、ROE、ROIC等核心财务指标逐渐提升，表明公司财务状况呈向好趋势。

**表6：潮宏基核心数据（单位：百万元）**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
<b>营业总收入</b>	<b>2,690.71</b>	<b>2,738.68</b>	<b>3,086.18</b>	<b>3,248.03</b>	<b>3,542.78</b>	<b>3,215.26</b>	<b>2,296.11</b>
YOY	8.92%	1.78%	12.69%	5.24%	9.07%	-9.24%	62.82%
毛利率		37.88%	37.38%	39.34%	37.68%	35.83%	34.60%
<b>期间费用</b>	<b>720.92</b>	<b>755.71</b>	<b>838.16</b>	<b>912.65</b>	<b>984.68</b>	<b>888.12</b>	<b>488.97</b>
期间费用率	26.79%	27.59%	27.16%	28.10%	27.79%	27.62%	21.30%
<b>销售费用</b>		<b>620.91</b>	<b>673.13</b>	<b>749.04</b>	<b>820.89</b>	<b>730.04</b>	<b>426.48</b>
销售费用率		22.67%	21.81%	23.06%	23.17%	22.71%	18.57%
<b>管理费用</b>		<b>77.41</b>	<b>107.41</b>	<b>101.53</b>	<b>93.01</b>	<b>103.40</b>	<b>47.69</b>
管理费用率		2.83%	3.48%	3.13%	2.63%	3.22%	2.08%
<b>财务费用</b>		<b>57.39</b>	<b>57.62</b>	<b>62.08</b>	<b>70.78</b>	<b>54.68</b>	<b>14.80</b>
财务费用率		2.10%	1.87%	1.91%	2.00%	1.70%	0.64%
<b>净利润</b>	<b>255.69</b>	<b>231.84</b>	<b>283.74</b>	<b>71.77</b>	<b>80.44</b>	<b>143.31</b>	<b>205.14</b>
YOY	13.77%	-9.33%	22.39%	-74.71%	12.08%	78.16%	1146.60%
净利率	9.50%	8.47%	9.19%	2.21%	2.27%	4.46%	8.93%
<b>归母净利润</b>	<b>255.33</b>	<b>233.64</b>	<b>284.24</b>	<b>71.04</b>	<b>81.19</b>	<b>139.69</b>	<b>201.95</b>
YOY	15.68%	-8.50%	43.96%	-75.01%	14.28%	72.06%	1404.42%
归母净利率	8.14%	8.44%	9.10%	2.26%	2.39%	4.15%	8.77%
<b>流动资产</b>	<b>2,752.16</b>	<b>2,943.21</b>	<b>3,161.24</b>	<b>3,273.42</b>	<b>3,152.32</b>	<b>3,570.24</b>	<b>3,663.40</b>
<b>应收账款</b>	<b>156.91</b>	<b>157.79</b>	<b>188.28</b>	<b>201.43</b>	<b>189.25</b>	<b>154.28</b>	<b>196.95</b>
YoY	7.59%	0.56%	19.32%	6.98%	-6.05%	-18.48%	20.09%
<b>存货</b>	<b>1,660.53</b>	<b>1,693.16</b>	<b>1,762.55</b>	<b>1,881.29</b>	<b>2,174.67</b>	<b>2,197.68</b>	<b>2,452.99</b>
YoY	3.59%	1.97%	4.10%	6.74%	15.59%	1.06%	21.74%
<b>非流动资产</b>	<b>1,623.91</b>	<b>1,630.16</b>	<b>2,240.04</b>	<b>2,190.99</b>	<b>2,127.20</b>	<b>1,629.13</b>	<b>1,701.11</b>
<b>固定资产</b>	<b>248.87</b>	<b>240.09</b>	<b>235.03</b>	<b>231.84</b>	<b>222.92</b>	<b>251.15</b>	<b>246.10</b>
<b>在建工程</b>				<b>10.20</b>	<b>112.80</b>	<b>114.20</b>	<b>145.65</b>
<b>商誉</b>	<b>1,166.61</b>	<b>1,166.61</b>	<b>1,166.61</b>	<b>957.55</b>	<b>805.73</b>	<b>805.73</b>	<b>805.73</b>
<b>经营性现金流量</b>	<b>322.57</b>	<b>246.87</b>	<b>304.64</b>	<b>322.55</b>	<b>207.48</b>	<b>333.64</b>	<b>111.90</b>
投资性现金流量	27.23	-280.27	-341.19	-64.10	257.46	346.51	79.40
筹资性现金流量	-149.84	209.86	2.33	-186.46	-491.97	-340.93	-311.82
现金增加额	491.38	459.13	423.47	499.03	477.26	806.65	-120.57
<b>ROE</b>	<b>7.55%</b>	<b>7.76%</b>	<b>7.26%</b>	<b>1.78%</b>	<b>1.87%</b>	<b>3.90%</b>	<b>5.64%</b>
<b>ROA</b>	<b>5.85%</b>	<b>5.18%</b>	<b>5.69%</b>	<b>1.32%</b>	<b>1.50%</b>	<b>2.74%</b>	<b>3.88%</b>
<b>ROIC</b>	<b>7.05%</b>	<b>6.67%</b>	<b>7.26%</b>	<b>2.28%</b>	<b>2.47%</b>	<b>3.85%</b>	<b>4.59%</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 发展历程：初心不变，几经波折，回归主业，步入新阶段

1996 年公司在汕头成立，1997 年潮宏基品牌创立，2000 年明确了品牌核心竞争力：以设计领先为主导理念组建自有设计团队和珠宝首饰设计室，以原创推动差异化。20 多年来，潮宏基珠宝以卓越品质、创意革新、精湛工艺以及对彩金珠宝这一细分领域的坚持，成为国内时尚彩金珠宝领潮者。

图 2：潮宏基发展历史



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

### 2.1. 起家：定位东方时尚珠宝品牌，以原创推动差异化

**设计领先，修炼产品力。**公司自成立之初就十分重视设计：1999 年，潮宏基刚创建第 3 年，廖创宾拿出了潮宏基一年的利润，联合中国珠宝玉石协会举办中国首届珠宝首饰设计大赛，之后又承办了第二届和第四届珠宝大赛。2006 年潮宏基荣登瑞士巴塞尔珠宝展，以“紫气东来”原创珠宝秀向国际珠宝界证明了中国内地珠宝卓越的原创设计。

图 3：第一届中国珠宝首饰设计(潮宏基杯)大奖赛



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

图 4：潮宏基巴塞尔“紫气东来”珠宝展



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

2007 年以来，潮宏基先后清华美院合作成立首饰实验室，成立北京花丝镶嵌工作室和潮宏基首饰博物馆，探索中国传统文化在现代珠宝设计中的传承与创新，持之以恒地修炼产品力进行差异化竞争。

## 2.2. 发展：品牌运作步入正轨，上市融资加快拓展百货专营店

**管理创新赢得发展先机。**潮宏基也很早就聘请了咨询公司对公司文化、管理方式和组织发展进行改造提升，特别是公司提倡的“工厂不掏身”的人性化管理法则，不仅引起行内外的好评，更是被《哈佛商业评论》收入作为经典管理案例。

2006 年潮宏基投入 1000 多万元引进了 SAP 公司的 ERP 系统，是国内珠宝行业第一家引进该系统的企业，每一件珠宝都可以在系统中进行跟踪,使得数据更准确，信息更及时，商品调拨和库存管理更规范。

**布局百货渠道，品牌运作步入正轨。**潮宏基是第一家率先在国内的百货商场开设品牌专柜的珠宝企业。公司以直营模式为主，保护品牌调性，和百货商场的要求也更为契合。百货渠道红利下，潮宏基迅速扩大规模，2010 年潮宏基通过 IPO 募集资金 9 亿多元，在深圳交易所上市，为销售网络建设和珠宝生产加工建设提供了资金保障，同时与百货公司的议价能力有所提升。

**表 7：IPO 募集资金用途表**

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
销售网络建设项目	27,853.20	25,500.00
珠宝生产加工 (含设计研发) 建设项目	6,151.60	5,500.00
<b>合计</b>	<b>34,004.80</b>	<b>31,000.00</b>

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

## 2.3. 求变&波折：百货景气度下行，多元化布局求变，业绩下滑

**百货业态景气度下行，早期布局百货专营店较多反成桎梏。**2010 年后百货渠道逐渐衰落，购物中心兴起。在百货渠道向购物中心转型过程中，公司也由门店经营开始探索购物中心的运营模式，这一调整阵痛期对潮宏基的业绩影响很大。其中 14 年收购的 FION 女包品牌受百货行业调整影响巨大，净利润逐年下降。这也造成了 18 年和 19 年，公司针对收购 FION 形成的巨额商誉分别减值 2.09 亿元和 1.52 亿元，极大拉低了该年公司净利润。

**多元化布局寻求新增增长点，业绩未有起色。**公司于 2015 年投资美妆跨境电商平台拉米，参股 16.45%；2016 年投资了医美平台更美 App。2016 年 9 月，公司以 3.92 亿元收购美容机构思妍丽的 26% 股权，2018 年 3 月计划以 12.95 亿元购买思妍丽剩下 74% 的股份。然而半年后公司调整了收购思妍丽重组预案，并于 2019 年 7 月宣告终止收购。潮宏基再度重新集中精力，聚焦于珠宝行业。

## 2.4. 回归&蜕变：回归主业，渠道改革

**拓展加盟渠道，加快扩张步伐。**2018 年以来，潮宏基大力拓展加盟模式，加快向三四线城市的布局速率。相较于自营，加盟模式占用企业自有资金少，既能释放经营风险，

更能快速实现规模扩张，高质量的加盟商还能起到很好的品牌宣传作用。从 2018 年到 2021 年上半年，潮宏基的加盟店从 341 家迅速扩张至 575 家。

表 8：加盟店数量

年份	2017	2018	2019	2020	2021H1
门店数	241	341	444	541	575

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**给予加盟商外采权力。**在疫情影响下，饰品类首饰消费持续承压，但婚庆黄金类的刚需依旧稳健。潮宏基开放加盟商黄金品类的外采权，同时深化加盟业务数字化赋能，优化供应链系统等举措，对加盟商的进货和库存管控，保证加盟店的运营质量和品牌调性。

## 2.5. 第二春：古法受宠，国潮风起

近年来，由于国货革新、政策扶持、传统文化复兴，中国迎来了国粹文化的浪潮。中国的年轻一代在国家经济和政治地位迅速崛起的背景下成长，深以传统文化为荣，成为国潮风起的主要推动力。国粹+潮流，一种全新的消费趋势正迅速崛起，对珠宝的设计提出了更高的要求。精致时尚，又拥有文化底蕴的潮宏基迎来了第二春。

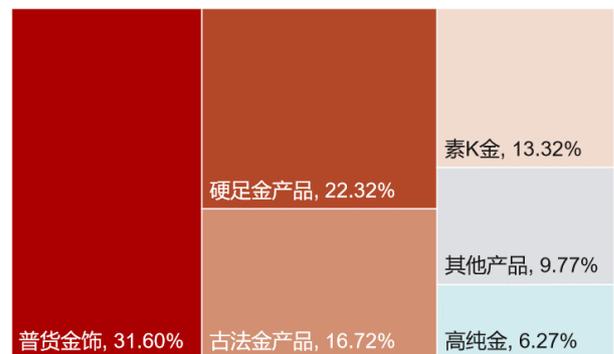
古法金源于古代皇室宫廷造办处传统工艺，采用失腊、捶胎、锤揲、花丝、篆刻、镶嵌、修金等非遗古法，以手工、哑光、国风为特点，相比其他的黄金制品，更显工艺精美、厚重端庄。近年来，古法金成为消费者极为青睐的金饰品之一。

图 5：古法金手镯



资料来源：浙商证券研究所

图 6：古法金在 2021 年零售商黄金产品库存第三



资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

2009 年第一家专做古法金的名为老铺黄金的品牌出世，18 年起古法金热度日益见长，老庙、周大福等珠宝企业也纷纷推出了自己的古法首饰系列。古法金在短短的两三年时间，就进行了多次设计创新和工艺迭代，款式也趋于多元化，从过去单一的手镯，到现在结合镶嵌、珐琅等工艺的古法项链、手串、吊坠乃至戒指。

**公司深耕古法工艺，厚积薄发。**中国珠宝首饰拥有悠久的历史与精妙的工艺底蕴。2019 年起，潮宏基基于花丝古法工艺先后发布古法黄金系列、花丝糖果系列产品，让传统的首饰工艺于现代审美相结合，受到市场的热捧。

**有望乘国潮东风再启航。**潮宏基一直坚持东方文化元素，产品印记非常鲜明，引领国内时尚彩金珠宝新潮流，推出的“鼓韵”、“京粹”、“派”、“国色”等具有中国元素的系列产品也俘获了不少年轻客群的心。同时，与故宫推出联名系列，将传统文化融入产品，展开国货新篇章。

图 7：潮宏基古法金系列



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 8：潮宏基×故宫联名



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

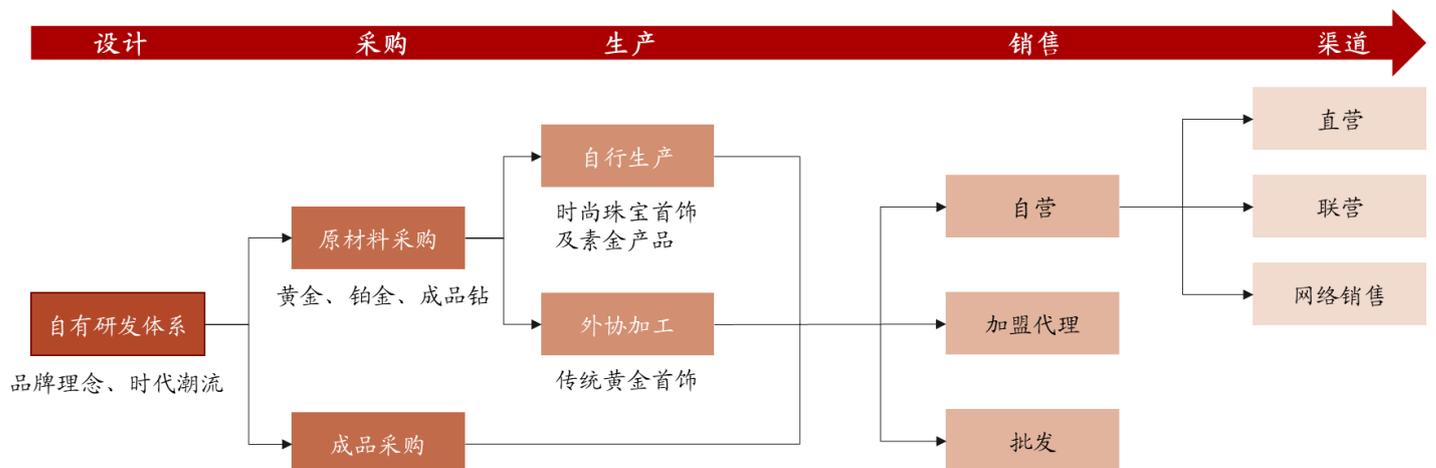
### 3. 核心优势：供应链完善，产品力突出

潮宏基进行全产业链布局，打通原料采购、生产设计、零售服务等多个环节，信息化管理进一步增质提效。公司重视研发设计，自有工厂掌握核心工艺，结合传统文化和现代审美进行设计，生产具有差异化的产品。深厚的设计底蕴和顶尖的生产工艺保证了强大的产品力。

#### 3.1. 业务模式：珠宝全产业链布局，信息化管理优化供应链

采购模式分为原材料采购及成品采购。原材料采购模式下，黄金、铂金从上海黄金交易所集中竞价采购；成品钻石主要通过向上海钻石交易所内会员单位采购；另外黄金原材料也通过银行租赁方式取得。同时，公司也会向合作厂商采购各自的特色优势产品。

图 9：公司供应链及渠道货品组织方式



资料来源：浙商证券研究所

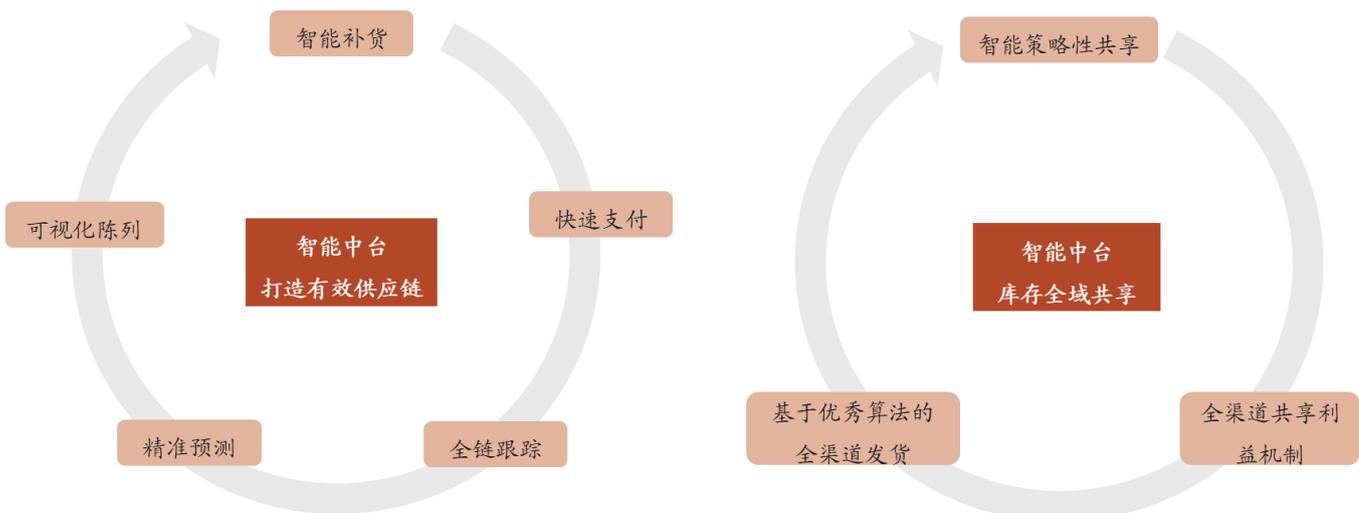
公司采取自产和外协加工相结合的生产模式，2020年自产比例达33.24%。镶嵌和K金产品，尤其是公司核心产品主要由位于汕头的潮宏基首饰加工厂加工，生产中心根据库存规模和订单需求安排生产，柔性生产等供应链技术较为成熟。而传统黄金主要采用外协加工的方式，即公司提供原材料，委托工厂按照公司订单的要求生产并收取加工费。

**信息化管理持续优化供应链。**2017年7月19日，潮宏基非公开发行股票6030万股，实际募集资金5.81亿元，用于珠宝云平台创新营销项目建设。新建立的IT系统高效地解决了货品的周转问题，消除了珠宝饰品固定生产周期给加盟商造成的困扰。公司总部通过IT系统能实时掌握终端库存销售情况，即时给出补货建议。

在婚庆美钻品类，公司也借助云定制平台模式，整合上游供应链，推进全国美钻资源共享以及订单周期的合理控制，实现7天极速定制，大大缩短消费者等待时长，带来了较高的婚钻同比增长，有效压缩自有大钻库存。

**缩短供货周期，促进加盟扩张。**公司持续致力于提升供货能力，满足加盟商的习惯需要。原来下单时需要预付30%的货款，45天后才能拿到货品的情况转变为下单一周内拿到50%的货品，此举促进了加盟门店的扩张。同时，2021年3月、9月公司为加盟商开了订货会，可以直接拿现货；新产品推出时，加盟商也可以直接去指定供应商拿货。

图 10：智能中台系统优化库存和供应链



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 3.2. 产品力：传统工艺为骨，原创设计为形

### 3.2.1. 重视研发投入，坚守匠心工艺

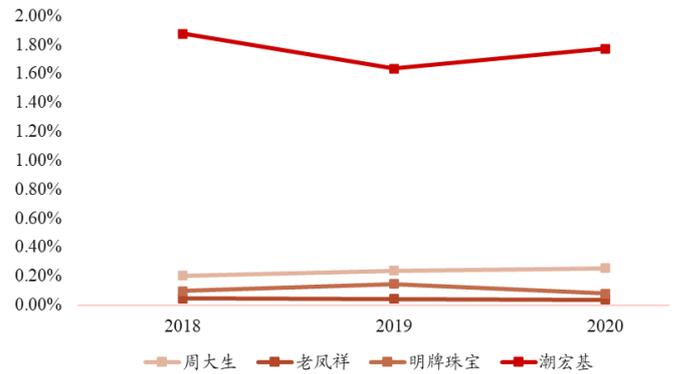
**重视研发投入，推广原创设计。**2020年公司共有设计研发人员231人，拥有国内外注册商标及专利近700项，被评为“国家知识产权优势企业”，研发投入远起同行。区别于市场厚重、同质的传统款式，公司凭借雄厚的设计能力和镶嵌花丝等优势工艺，不断推出轻巧、独特的产品，实现产品的迭代升级。

图 11：公司研发人员和专利数量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：潮宏基研发费用率远超前同行水平



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**坚守匠心工艺，继承传统文化。**从 2002 年开始，廖创宾就开启了他抢救民间“遗珍”的首饰收藏之路，并在 2013 年成立潮宏基首饰博物馆。博物馆占地面积约 2200 平方米，登记在库藏品超过 3000 件，向世界展现濒临失传的工艺，体现了公司的使命和愿景。镇馆之宝“花丝风雨桥”，集结了十多位老工艺师傅历时四年多心血制作完成，是目前存世体量最大、工艺最全的花丝工艺品，具有极高的技术和艺术价值。

图 13：镇馆之宝花丝风雨桥



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 14：藏品清代蒙古族嵌珊瑚累丝鎏金顾姑冠



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 15：花丝镶嵌工作室



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 16：花丝糖果产品



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

“复活”花丝工艺，打造卓越产品力。花丝镶嵌工艺是一门传承久远的中国传统手工技艺，主要用于皇家首饰的制作，是燕京八绝之首，2008 年被正式列入我国国家级非物质文化遗产名录。为保护与传承这项濒临失传的古老技艺，2009 年潮宏基成立了花丝镶嵌工作室，为花丝传承事业培养了近百名年轻的优秀工匠。2012 年潮宏基联合公益组织稀捍行动发起了花丝驻地计划，以花丝工艺为创研基础，助力推动传统技艺与现代设计的融合。

公司每年推出四五个花丝系列新品，使这项传统非遗文化得以真正传承，重获新生。花丝糖果系列即由国际顶级设计师佐藤大亲自设计，以糖果作为主题设计概念，使用了花丝工艺中最为传统和代表性的扭丝工艺，打造潮宏基最具有代表性的产品之一。

### 3.3.2.坚持原创设计，传承东方文化

公司很早就确立了以设计领先的理念，组建自有设计团队，持之以恒地以原创设计推进产品差异化竞争。近年来，随着国潮风起，潮宏基着力使用东方文化元素进行创新设计，取得了很好的市场反响。

图 17：潮宏基主要系列



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

潮宏基品牌已经形成了时尚、婚庆、童趣、高定四大品类，每个品类下也包含多个系列。潮宏基选取中华文化中特殊寓意的元素，近年来公司推出的“凤影”、“鼓韵”、“京粹”、“国色”、“祥扣”、“善缘”、“花丝糖果”等具有中国元素的系列产品常销不衰，今年推出的“竹”、“顽石”、“玄金”、“方圆”等国潮新品，也获得了不少年轻客群的喜爱。

潮宏基结合传统文化和现代审美，发力婚庆品类。2020 年推出了“丘比特·花颂”、“完美爱”、“两情相依”等独家婚钻系列。2021 年，潮宏基在中华祥瑞文化的精髓中提

炼出九件具有代表性且寓意美好的物品，采用花丝和珐琅工艺，推出了婚庆九宝手链，传统而不失个性。

**迎接 Z 世代，推出彰显个性表达的产品。**公司每年推陈出新，2013 年至今已连续九年举办彩金珠宝潮流趋势发布会，引领市场潮流，不断满足消费者对美的新追求。自 2010 年起先后取得了“哆啦 A 梦”、“皮卡丘”、“迪士尼 Disney”等 IP 的正版授权，将潮宏基珠宝“时尚、轻奢、年轻”的理念传达给更多的年轻人。2021 年潮宏基联合先锋视觉媒体 VISION 特邀 5 位女性艺术家讲述蜕变之美，借助潮流首饰传递女性力量。

图 18：潮宏基婚庆九宝



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 19：潮宏基 2021 彩金潮流趋势发布会



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

## 4. 未来看点：历史负面因素逐步消解，加盟下沉开店空间广阔

### 4.1. 线下加盟渠道加速扩张，打开增长新空间

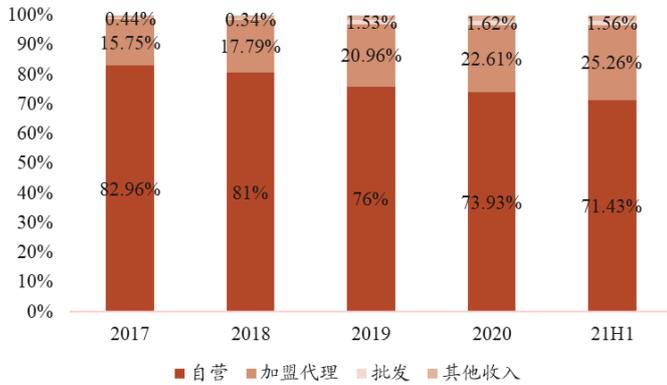
公司自 2018 年以来大力推进加盟模式，门店数量提升打开营收增长新空间。相比于周大生、老凤祥等头部企业早已开始大力发展加盟，潮宏基发力较晚，但自 18 年以来加盟占比迅速提升。尽管在疫情冲击下，门店拓展受到一定阻碍，但整体门店质量得到进一步提升。一方面公司总部拓展部定向重点推进核心战略地域的攻坚，另一方面培育区域加盟运营团队，加盟业务实现稳健扩张。

公司高度重视对门店标准化管理，数字化赋能提高加盟商运营质量。公司推进数字化建设，针对性优化对加盟商业务的应用支持。加盟商接入总部系统，公司总部通过系统能及时掌握终端销售情况，通过数据分析帮助加盟商合理决策，提升业绩。加盟商会员系统也通过云店进行共享，云店产生的销售额都会对应到线下门店，优化利益分配，提升加盟商线上化运营积极性。

预计公司加盟快速拓展，开店空间广阔，预计在 3-5 年内能将店面数翻倍达到 2000 家。近年来，自营收入占比逐渐下降，加盟代理收入占比逐渐提高。21H1 自营渠道实现营收 16.4 亿，占比 71.43%；加盟渠道实现营收 5.8 亿，占比 25.26%，同比增长 193.3%。

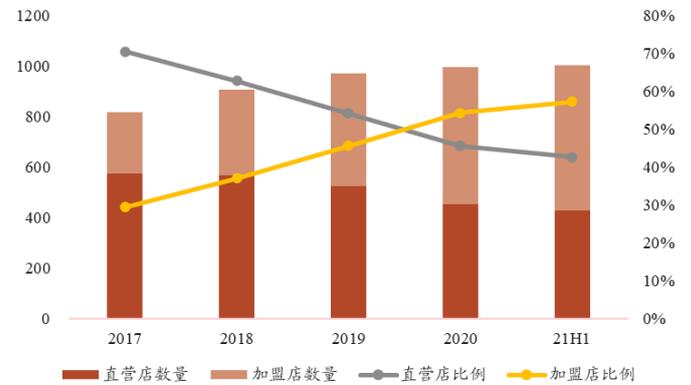
截至2021年6月30日，公司共有1003家线下门店，其中包括428家直营店和575家加盟店。直营店数量保持稳定，加盟店数量逐年增加，占比从2017年的29%提升至21H1的57%。

图 20：各行业收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 21：潮宏基门店数量

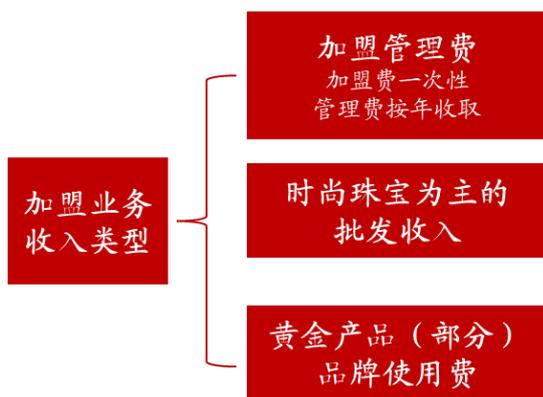


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**加快优势市场渠道下沉和新兴市场网点进驻。**华东地区是潮宏基的核心优势市场，贡献近50%的营收。2020年，在华东地区公司加速直营向加盟店的转变，自营店净减少了33家，加盟店净增加84家，渠道下沉得到进一步深化。同时，在华南、华北等原来品牌相对较弱的一些区域，重点推进在核心城市的布局。

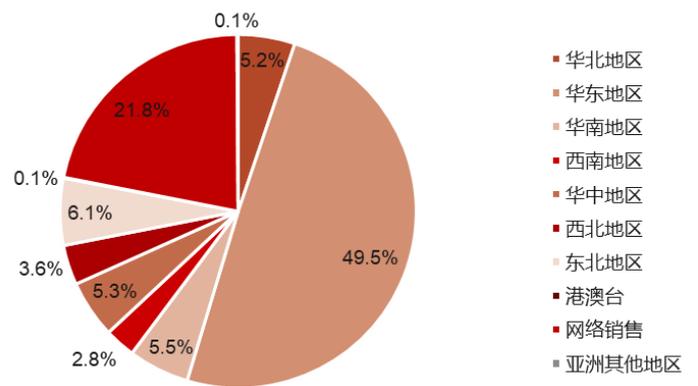
**加盟商模式下公司收入来源分为三类：品牌加盟费，将货品交付加盟代理商时确认的销售收入，以及品牌使用费。**时尚珠宝类加盟商只能通过公司采购；按克卖的黄金加盟商可通过指定的供应商去采购，公司按成本价收取品牌使用费。

图 22：加盟业务的盈利来源



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 23：各地区收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据测算的单店模型，假设门店单店年收入约500万，加盟商净利率约10%。对于公司，加盟代理毛利率低于直营毛利率，2021年上半年加盟代理毛利率为22.07%，直营毛利率为38.38%。

**表 9：加盟店单店模型估计**

加盟店 (万元)		模型假设
单店投入	400	货品成本 300 万，装修 50 万
单店收入	500	去年整体终端销售在 3000 亿，
K 金及镶嵌	325	K 金 (包括镶嵌) 终端销售占比 65%
黄金	175	黄金终端销售占比 35%
毛利	150	
K 金及镶嵌毛利	130	K 金及镶嵌毛利率 40%
黄金毛利	30	黄金毛利率约 10%
毛利率	30%	
总费用	100	
加盟管理费	4-5	加盟费和加盟管理费平均到每年
品牌使用费	4-5	外采产品按照成本价扣点收取品牌管理费
人工租金成本	70	
固定成本摊销	20	装修和加盟费分 3 年摊销
净利润	50	
净利率	10%	

资料来源：浙商证券研究所

## 4.2. 线上营销沉淀品牌，私域运营转化流量

公司持续加码线上营销，着重投入抖音、小红书等新媒体平台，树立潮流化、年轻化的品牌形象。公司以智慧云店为抓手，高效运营私域流量带动转化率和复购率提升，线上渠道有望成为业绩重要驱动力。

### 4.2.1. 加速品牌年轻化升级，多维度提升品牌影响力

随着中产阶级的崛起以及在消费升级的大趋势下，消费结构由基本生存型向发展享受型转变，呈现出个性化、高端化、体验化的消费特点。公司定位于“中高端时尚消费品多品牌运营商”，旗下各品牌均以“青春靓丽、追逐时尚”的都市女性为目标客户，各品牌会员系统的打通带来了资源整合和复用。潮宏基以优良设计为推手，不断实现产品迭代，为顾客提供高品质轻奢商品。

**加速品牌年轻化升级，顾客忠诚度不断提高。**公司抓住国潮新机遇，与特仑苏联名、与花西子进行跨界合作，并受邀加入到首次中国品牌大巡游活动，与天猫联名发布“花丝糖果国潮正当红限定礼盒”，吸引了众多国潮爱好者的眼球，全渠道曝光量 1.3 亿，进一步深入年轻消费圈层。

经过多年发展，公司吸引并聚集了超 1000 万的会员，会员复购贡献收入占总收入的比例约四成，年轻会员占比超过六成。公司瞄准年轻客群，尝试新的营销手段，比如针对当代年轻人的爱情观，提出“结婚也不错”的宣传语，相比于其他婚庆珠宝品牌“幸福”或者“甜蜜”传统营销口号，更能抓住当代年轻人的内心。

图 24：花丝糖果国潮正当红限定礼盒



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 25：“结婚也不错”官网首页宣传图



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

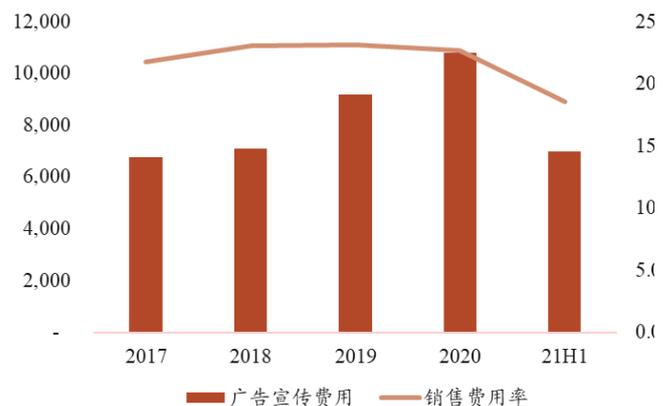
**加强品牌传播力度，多维度提升品牌影响力。**21 年上半年，公司加大品牌宣传投入，潮宏基珠宝邀请知名明星唐艺昕为品牌大使，FION 菲安妮正式签约影视明星乔欣为品牌代言人，逐步建立明星合作矩阵，提高品牌知名度。公司 21H1 广告宣传费支出 6996.7 万，同比增加 39.8%。公司通过自媒体加强话题营销，充分利用微信服务号、订阅号、微博、抖音、小红书等社交渠道，以丰富多样的互动体验，多维度提升品牌影响力。

图 26：公司代言人



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 27：广告宣传费逐年提升（单位：万元）



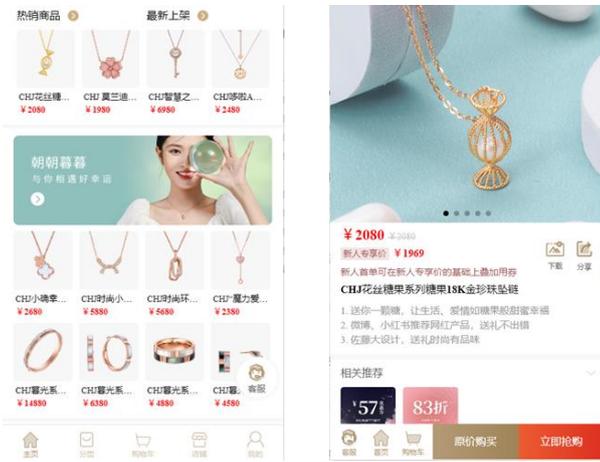
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 4.2.2. 公域私域流量联动，智慧云店推进全渠道建设

公司以智慧云店项目为抓手，加速全渠道用户生态系统建设。2020 年初在疫情的冲击下，公司借助原有的数字化基础，迅速推出智慧云店小程序，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。

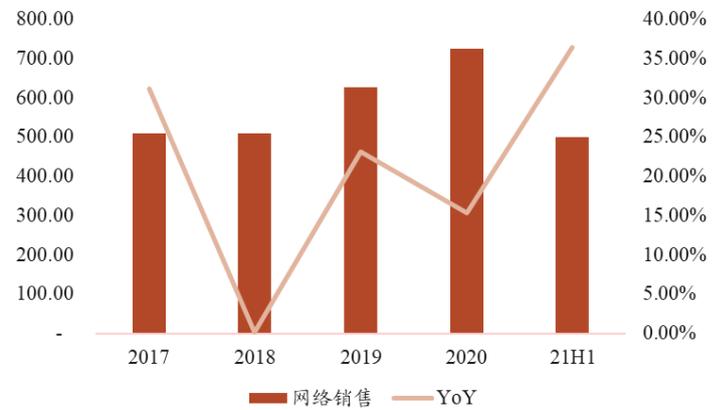
公司将云店定位为线下实体门店的延伸，将线上业绩落实到导购，营销资源由总部配置和承担，有效提高了加盟商加入云店的积极性。2020年，潮宏基小程序的年交易额破亿，积累会员超过300万，云店覆盖率近100%。

图 28：潮宏基云店页面



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 29：网络渠道销售收入高速增长（单位：百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**公域私域流量联动，打造直播新标杆。**公域直播方面，通过淘宝、抖音等平台，公司丰富直播带货模式，形成头部直播达人、明星、店播的对外直播矩阵。在潮宏基和李佳琦的合作中，8000件新品花丝糖果迅速售空。

私域方面，2020年潮宏基共完成了17场微信内的私域直播，打通由视频号直播到购买转化的完整链路，享受视频号红利。2021年3月25日，公司与腾讯智慧零售合作开创珠宝行业首场公私域联动的新品发布直播，GMV突破6000万，互动量近850万，观看量近120万，打造出珠宝行业中微信私域直播的新标杆。

**运营私域流量，提高运营质量，持续拉新转化。**潮宏基通过导购、门店、社群、公众号，积极将公域流量转化为私域流量，平均每个门店有2-3个社群，把合适的产品和内容推荐给合适的人，加深与会员之间的情感联络。

图 30：与头部主播合作带货



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 31：腾讯 X 潮宏基公私域联动直播战绩



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 4.3. 菲安妮预计贡献盈利，业绩端拖累逐步消化

“FION 菲安妮”是亚太地区知名女包品牌。1979 年创立于香港，门店遍布香港澳门台湾地区以及日本、新加坡、马来西亚、印度尼西亚等国家。2014 年潮宏基完成对菲安妮全资收购。但是当时的菲安妮处于品牌老化、传统百货渠道下滑的阵痛期，给公司业绩带来较大拖累。随着完成线下购物中心布局和线上云店直播等渠道的不断发展，女包销量有望实现稳健增长，开始贡献盈利。

**传统工艺，创新设计，导向年轻客群。**FION 的产品质量一直具有很好的口碑，近年来通过改造产品设计，进一步强化了年轻时尚的品牌形象。2018 年起，菲安妮与小黄人、侏罗纪等世界知名 IP 合作联名，并推出“小怪兽”系列。FION 与台湾面料供应商合作，经过三年时间研发，开发出“油画梭织面料”，并秉承让艺术生活化的经营理念，携手知名插画艺术家 JaydeFish，在 2020 年推出油画艺术家系列，打造与众不同的产品风格。

图 32：FION 小怪兽系列



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

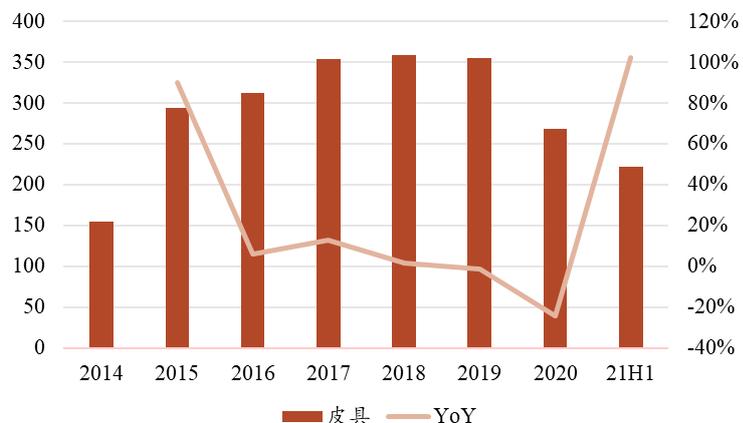
图 33：FION×CF 油画系列



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

**跑通购物中心模式，加快线下拓展步伐。**19 年公司逐步探索出将门店从百货转移到购物中心的成功模式，并逐渐加快拓展步伐。

图 34：FION 营收和增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**线上营收增长较快，有望贡献更多增量。**FION 女包业务中电商发展势头较猛。2020 年 12 月份开始开展抖音直播，FION 抖音官方品牌店几乎保证每天一场的直播频率，热销 top1 菲安妮链条包已售 1.2 万件。公司与抖音达人深度合作，实现主播与品牌的共创，

如与包类头部主播杨发发合作,为其粉丝定制了专供款,单场直播 GMV 销售超 1000 万。直播电商驱动 21H1 菲安妮营收同比增长 102.36%, 实现营收 2.21 亿元。

随着公司完善线下购物中心布局和发力线上新渠道,女包业务恢复稳健发展,并预计可以贡献新的业绩增量。从 21H1 公司子公司潮宏基国际(含孙公司潮尚国际投资和菲安妮等)实现净利润 2883 万可以看出,女包业务发展良好。

**表 10: 潮宏基国际历年收入利润情况表(单位:百万元)**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
营业收入	297	319	357	360	356	-	223
营业利润	34	61	71	-147	-99	-	34
净利润	52	50	60	-155	-104	-	29

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

未来几年公司将着力渠道开放和下沉布局,积极投入线上渠道和品牌营销,女包业务也有望贡献新的增长点。

**珠宝业务:** 1) **线下直营:** 假设直营店未来重在做标杆店,预计 21-23 年直营店分别为 404/364/335 家店,21 年存在同比低基数原因,预计 21-23 年平均单店增长分别为 27%/10%/10%。**珠宝线上第三方平台销售:** 公司电商持续布局,且发力直播等新渠道,预计收入增速分别为 30%/25%/25%。整体来看,珠宝自营收入 21-23 年增速分别达到 18%/7%/8%。2) **线下加盟:** 随着加盟渠道的扩张,预计未来 3 年珠宝加盟店数量分别为 691/941/1191 家,预计加盟店平均单店批发收入增速分别为 20%/10%/10%,21-23 年加盟批发收入增速分别为 49%/50%/40%。3) 其他收入(其他收入主要为加盟费、加盟管理费及品牌使用费,及其他少量非珠宝类收入),基本和门店增长同步。

**表 11: 公司核心收入驱动因素的拆分估计及预测(单位:百万元)**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>1、珠宝自营</b>	<b>2173.24</b>	<b>2,560.97</b>	<b>2,743.60</b>	<b>2,964.74</b>
yoy	-18.25%	17.84%	7.13%	8.06%
珠宝直营店(家)	454	404	364	335
平均单店收入	3.43	4.36	4.79	5.27
yoy	-17%	27%	10%	10%
其中,珠宝线上第三方平台销售	616.11	800.94	1,001.17	1,201.41
yoy	27%	30%	25%	25%
<b>2、珠宝加盟批发收入</b>	<b>664.59</b>	<b>947.34</b>	<b>1,313.43</b>	<b>1,683.45</b>
yoy	-0.23%	48.54%	49.80%	39.22%
珠宝加盟店(家)	541	691	941	1191
平均单店收入(万元)	119.05	142.87	157.15	172.87
yoy		20%	10%	10%
<b>3、其他收入</b>	<b>59.14</b>	<b>77.07</b>	<b>114.29</b>	<b>151.51</b>
yoy	10.13%	30.31%	48.30%	32.57%
<b>4、女包</b>	<b>268.46</b>	<b>510.07</b>	<b>714.10</b>	<b>892.63</b>
yoy	-24.36%	90%	40%	25%
直营	204	387	542	678
其中,电商	109	219	343	446
加盟	65	123	172	215

资料来源:浙商证券研究所(其他收入主要为加盟费、加盟管理费及品牌使用费等)

**女包业务:** 预计线上渠道及新渠道的拓展将带动女包业绩进一步稳健增长。按照网络零售-珠宝线上第三平台销售推测女包线上收入 2020 年已达 109 亿, 21H1 为 88 亿, 预计 21-23 年增速 101%/56%/31%。预计 21-23 年女包业务收入分别为 5.1/7.14/8.93 亿元。

结合珠宝和女包的收入预测, 可以进一步预测自营、加盟、批发和其他收入 21-23 年增速如表 12 所示。关于毛利率的预测方面, **1) 自营:** 由于珠宝拓展了部分黄金产品, 预计自营毛利率在 21 年有小幅回落后再提升。**2) 加盟:** 由于开放部分外采, 预计加盟毛利率稳中有增。**3) 批发:** 同样受黄金类产品占比有所增长, 保守预计毛利率持平。**4) 其他业务:** 毛利率保持稳定, 约 83%。

**表 12: 公司分业务收入拆分估计及预测 (单位: 百万元)**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>一. 自营</b>	<b>2377.04</b>	<b>2948.19</b>	<b>3227.63</b>	<b>3569.78</b>
YoY	-19.77%	24.03%	9.48%	10.60%
毛利率	38.75%	38.50%	38.75%	39.00%
/总营收	73.93%	69.61%	63.36%	58.37%
<b>二. 加盟</b>	<b>726.91</b>	<b>1110.06</b>	<b>1632.37</b>	<b>2250.81</b>
YoY	-2.09%	52.71%	47.05%	37.89%
毛利率	23.97%	23.00%	23.50%	24.00%
/总营收	22.61%	26.21%	32.04%	36.80%
<b>三. 批发</b>	<b>52.17</b>	<b>100.00</b>	<b>120.00</b>	<b>144.00</b>
YoY	-3.57%	91.68%	20.00%	20.00%
毛利率	14.70%	13.00%	13.00%	13.00%
/总营收	1.62%	2.36%	2.36%	2.35%
<b>四. 其他收入</b>	<b>59.14</b>	<b>77.07</b>	<b>114.29</b>	<b>151.51</b>
YoY	10.13%	30.31%	48.30%	32.57%
毛利率	82.64%	83.00%	83.00%	83.00%
/总营收	1.84%	1.82%	2.24%	2.48%

资料来源: 浙商证券研究所

综上, 我们预计 21/22/23 年公司总营收分别实现 42.35/50.94/61.16 亿元, yoy+31.73%/20.28%/20.36%; 毛利率分别为 34.65%/34.25%/33.96%。归母净利润分别实现 3.43/4.19/5.15 亿, yoy+145.33%/22.32%/22.78%。

**表 13: 公司盈利预测 (单位: 百万元)**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营收</b>	<b>3,215.26</b>	<b>4,235.31</b>	<b>5,094.29</b>	<b>6,116.10</b>
YoY	-9.24%	31.73%	20.28%	20.06%
毛利率	35.83%	34.65%	34.25%	33.96%
<b>归母净利润</b>	<b>139.69</b>	<b>342.70</b>	<b>419.21</b>	<b>514.71</b>
YoY	72.05%	145.33%	22.32%	22.78%
归母净利率	4.34%	8.09%	8.23%	8.42%

资料来源: 浙商证券研究所

**估值及投资建议:** 21/22/23 年行业平均 PE 为 18.9X/15.5X/14.5X, 从同业 PE 估值来看, 市场多给予龙头以相对高的估值定价, 给予时尚珠宝占比高 (非素类产品占比高) 的公司以相对高的估值定价, 给予所在市场消费景气度高 (大陆时尚为主) 的公司以相对高的估值定价, 并给与高成长的公司 (新股, 如中国黄金和曼卡龙) 以较高估值。我们认为公司

作为轻奢时尚珠宝的细分市场龙头、非素产品力强占比高、目标市场高景气、且发力加盟拓展业绩具备高成长，目前公司 21/22/23 年对应的估值分别为 14.0X/11.5X/9.3X，拥有充分上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 14：公司与同业估值比较 (PE)**

上市公司	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)				归母净利 YOY				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
周大福	1,342	50.93	66.61	78.13	90.92	92%	31%	17%	16%	26.3	20.1	17.2	14.8
六福集团	106	8.60	12.21	14.08	16.20	9%	42%	15%	15%	12.3	8.7	7.5	6.5
周生生	64	4.58	9.79	11.60		-21%	114%	18%		14.0	6.6	5.5	
老凤祥	256	15.86	18.65	20.42	23.00	13%	18%	9%	13%	16.1	13.7	12.5	11.1
周大生	232	10.13	13.23	16.18	19.03	2%	31%	22%	18%	22.9	17.5	14.3	12.2
中国黄金	246	5.00	7.09	9.67	12.57	11%	42%	36%	30%	49.2	34.7	25.4	19.6
曼卡龙	34	0.64	1.10	1.31	1.51	-2%	73%	19%	15%	53.7	31.0	26.1	22.7
平均值										27.8	18.9	15.5	14.5
潮宏基	48	1.40	3.43	4.19	5.15	72%	145%	22%	23%	34.4	14.0	11.5	9.3

数据来源：Wind 一致预期、浙商证券研究所预测（中国黄金、曼卡龙为 2021 年 IPO 的新股）

## 6. 风险提示

- 疫情反复：**珠宝仍以线下门店为主，疫情反复情况下，线下门店销售预计持续受影响，且居民消费能力易受影响，门店销售将不及预期。
- 市场竞争加剧：**公司卡位年轻化的时尚配饰珠宝，目前定位相对类似的上市公司为曼卡龙，如果未来其他龙头公司和新创品牌更多发力该市场，预计市场竞争加剧，公司发展不及预期。
- 加盟拓展不及预期：**公司近年来大力发展加盟来加密市场及拓展薄弱市场，若存在加盟体系出现产品、销售及管理上的问题，可能会导致加盟拓展不及预期。
- 女包发展不及预期：**公司曾于 18、19 年计提大额的商誉减值，主因女包品牌 FION 业绩下滑，目前 FION 仍有 8 亿商誉，如果未来 FION 线下门店出现经营不善、线上经营不及预期，有可能导致女包业务亏损，继续带来高额的商誉减值。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,570</b>	<b>3,522</b>	<b>3,698</b>	<b>4,131</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,215</b>	<b>4,235</b>	<b>5,094</b>	<b>6,116</b>
现金	807	780	693	1,138	营业成本	2,063	2,768	3,350	4,039
交易性金融资产	200	30	30	30	营业税金及附加	60	72	87	104
应收账款	154	205	219	218	营业费用	730	784	932	1,101
其它应收款	38	46	61	75	管理费用	103	106	125	147
预付账款	20	47	31	65	研发费用	57	59	66	73
存货	2,198	2,127	2,493	2,403	财务费用	55	40	26	22
其他	153	287	172	202	资产减值损失	(8)	(2)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	<b>1,629</b>	<b>1,665</b>	<b>1,845</b>	<b>1,892</b>	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	40	52	47	46
长期投资	173	173	173	173	其他经营收益	4	10	10	10
固定资产	251	207	192	747	<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>469</b>	<b>566</b>	<b>686</b>
无形资产	73	111	91	69	营业外收支	1	0	0	0
在建工程	114	314	514	10	<b>利润总额</b>	<b>175</b>	<b>469</b>	<b>566</b>	<b>686</b>
其他	1,018	860	875	893	所得税	32	117	136	158
<b>资产总计</b>	<b>5,199</b>	<b>5,187</b>	<b>5,544</b>	<b>6,024</b>	<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>352</b>	<b>430</b>	<b>528</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,611</b>	<b>1,261</b>	<b>1,313</b>	<b>1,420</b>	少数股东损益	4	9	11	13
短期借款	704	400	300	300	<b>归属母公司净利润</b>	<b>140</b>	<b>343</b>	<b>419</b>	<b>515</b>
应付款项	207	263	268	392	EBITDA	313	616	702	856
预收账款	0	25	84	38	EPS (最新摊薄)	0.15	0.38	0.46	0.57
其他	700	573	661	690	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>115</b>		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	115	115	115	115	<b>成长能力</b>				
其他	0	0	0	0	营业收入	-9.2%	31.7%	20.3%	20.1%
<b>负债合计</b>	<b>1,726</b>	<b>1,376</b>	<b>1,429</b>	<b>1,535</b>	营业利润	45.1%	290.6%	20.7%	21.2%
少数股东权益	37	43	54	67	归属母公司净利润	72.1%	145.3%	22.3%	22.8%
归属母公司股东权益	3,436	3,768	4,062	4,422	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,199</b>	<b>5,187</b>	<b>5,544</b>	<b>6,024</b>	毛利率	35.8%	34.6%	34.2%	34.0%
					净利率	4.5%	8.3%	8.4%	8.6%
					ROE	4.1%	9.5%	10.6%	12.0%
					ROIC	4.0%	8.9%	10.0%	14.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.2%	26.5%	25.8%	25.5%
					净负债比率	49.7%	36.1%	34.7%	34.2%
					流动比率	2.2	2.8	2.8	2.9
					速动比率	0.8	1.1	0.9	1.2
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.1
					应收帐款周转率	16.5	22.0	24.0	28.0
					应付帐款周转率	11.1	13.0	12.6	12.2
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.15	0.38	0.46	0.57
					每股经营现金	0.37	0.60	0.29	0.90
					每股净资产	3.80	4.16	4.49	4.88
					<b>估值比率</b>				
					P/E	34.4	14.0	11.5	9.3
					P/B	1.4	1.3	1.2	1.1
					EV/EBITDA	15.4	7.4	6.5	4.8

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>334</b>	<b>541</b>	<b>260</b>	<b>811</b>
净利润	143	352	430	528
折旧摊销	26	65	55	77
财务费用	57	40	26	22
投资损失	(40)	(52)	(47)	(46)
营运资金变动	78	95	(257)	164
其它	68	42	53	67
<b>投资活动现金流</b>	<b>347</b>	<b>(219)</b>	<b>(244)</b>	<b>(240)</b>
资本支出	25	226	220	106
长期投资	0	0	0	0
其他	(372)	(7)	24	135
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(341)</b>	<b>(19)</b>	<b>(103)</b>	<b>(126)</b>
短期借款	704	400	300	300
长期借款	115	115	115	115
其他	(1160)	(535)	(518)	(541)
<b>现金净增加额</b>	<b>335</b>	<b>302</b>	<b>(87)</b>	<b>445</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>