



买入（首次）

所属行业：纺织服饰/饰品
当前价格(元)：6.81

证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

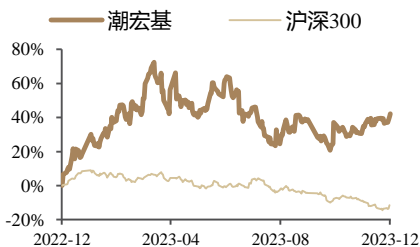
邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

研究助理

张望

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.24	3.65	2.41
相对涨幅(%)	10.20	7.80	9.86

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

潮宏基 (002345.SZ)：紫气东来，加码成长

投资要点

- “东方之珠”，融汇经典与时尚的珠宝品牌商。**定位年轻化与中高端，潮宏基秉承“弘扬东方文化，汲取世界精华”的使命，积极打造时尚生活生态圈。旗下设立“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”两大珠宝品牌与“FION 菲安妮”女包品牌。至2023H1各品牌覆盖网点超1500家，连续20年登榜“中国500最具价值品牌”。2023年前三季度业绩强劲复苏，营收/净利润同增33.1%/31.3%至45.0/3.2亿元。
- 行业成长：短期由金价驱动，长期看悦己国潮消费。**2023年以来高通胀预期下金价震荡上行，至11月30日上海金交所黄金收盘价已达474.04元/克，叠加疫后婚庆等刚需释放，黄金珠宝消费回暖明显，1-11月金银珠宝零售总额达3024亿元，同增11.9%，超出同期社零增速的4.7%。长期视角下，古法金工艺升级拓宽黄金延展性与镶嵌工艺，带动首饰盈利能力优化，据中宝协数据测算2021年硬足金与古法金已合计占据零售商库存比重的39.0%。未来在国潮趋势与悦己消费浪潮之下，兼具品牌与渠道的龙头持续兼并市场份额，多寡头格局有望逐步形成。
- “非遗”诠释东方时尚，持续沉淀品牌资产。**潮宏基以工艺铸就产品，花丝非遗文化构筑内容支点，跨时空接力为传统赋新，深化东方美学品牌内涵，至2023年潮宏基以439亿元的品牌价值位列全国黄金珠宝品牌第五位。公司精美国潮饰品贴合悦己消费需求与文化认同，年轻化定位与品牌力自带客群引流效力。公司高度重视品牌投流与营销建设，通过跨界合作、事件营销、概念店打造、私域直播等方式撬动品牌声量，进一步提升设计溢价与品牌溢价，近3年销售费用率近20%，远超同业水平，至2022年累计沉淀核心会员1600万人，会员复购率提升至48%。
- 直营培育优质品牌形象，重金打板营运标杆。**公司严控直营管理，长期以自营模式打造品牌形象，2023H1直营门店达295家，贡献收入18亿元，占总营收比62.5%。近年以来新设门店平均投资额大幅提升，2022年精品直营单店投资最高达17.5万元/平米，经测算前十大直营门店坪效平均约14.4万元/平米，优秀单店毛利率最高达38.3%，打造优质营运标杆。强品牌力支撑下，潮宏基门店于一二线城市核心商圈入驻率与拿店能力优秀，对商圈议价能力较强，更具选址与客流优势。
- 渠道战略转型提速，加盟体系未来3年翻倍增长。**以省代模式推进渠道扩张，至2023H1加盟门店净增89家至923家，代理收入同增83.3%至11.5亿元，渠道活力持续释放。1)高利润空间吸引：公司特色K金镶嵌产品具备高利润水平，加盟商具备上游进货权减少渠道压价。2)低成本高效拓店：类直营管理下公司严控加盟体系，集团直接管理标准化复制门店模式，克服传统加盟管理与效率弊病。3)数字赋能营运：集团智慧云店系统已100%覆盖线下网点，可实现日常管理、智能补货、销售预测等精细化运作，一店一云模式进一步保障加盟商渠道积极性与利润空间。预计2023年全年净新增加盟门店数超200家，至2025年全国门店数有望超2000家。
- 盈利预测与投资建议：**潮宏基融汇经典与时尚，为我国卓越的新潮珠宝设计品牌，积极拓展加盟体系推进渠道加密与下沉，体量低基数下成长性领先同业。短期显著受益于金价上行与线下复苏机遇，长期有望凭借品牌优势与设计亮点贴合国潮与悦己消费浪潮。我们预计公司2023-2025年收入分别为57.0/70.7/84.1亿元，同比增速分别为28.9%/24.2%/18.9%，归母净利润4.1/5.1/6.1亿元，同增104.7%/24.4%/20.8%，当前股价对应2024年PE12倍，其估值水平在成长性与品牌势能加持下仍有提升空间，我们首次覆盖并给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧、终端需求疲软、商誉减值损失、渠道拓展受限

股票数据

总股本(百万股):	888.51
流通 A 股(百万股):	867.68
52 周内股价区间(元):	4.79-8.26
总市值(百万元):	6,050.77
总资产(百万元):	5,733.91
每股净资产(元):	4.16

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,636	4,417	5,696	7,074	8,412
(+/-)YOY(%)	44.2%	-4.7%	28.9%	24.2%	18.9%
净利润(百万元)	351	199	408	507	613
(+/-)YOY(%)	151.0%	-43.2%	104.7%	24.4%	20.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.22	0.46	0.57	0.69
毛利率(%)	33.4%	30.2%	30.4%	29.7%	29.3%
净资产收益率(%)	10.0%	5.6%	10.8%	11.8%	12.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 潮宏基：融汇传统与时尚的珠宝品牌商	5
1.1. 公司简介：定位中高端，营运时尚多品牌	5
1.2. 主营业务：聚焦珠宝与女包，打造时尚生活圈	6
1.3. 公司治理：股权结构多元，高管资历深厚	8
1.4. 财务分析：渠道发力凸显成长，业绩回弹盈利修复	9
2. 行业成长：短期由金价驱动，长期看悦己国潮消费	12
2.1. 金价震荡上行，投资消费需求两旺	12
2.2. 新工艺与新场景势不可挡，品牌力奠定多寡头格局	13
3. 以品牌与设计差异化立身，直营+代理渠道展翅腾飞	15
3.1. 品牌&营销：跨时空对话经典，东方品牌强力新生	15
3.2. 渠道力：重金打板直营标杆，加盟单店高效扩张	17
3.3. 产品力：花丝非遗引领新潮，镶嵌布局提振盈利	20
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1. 核心假设与收入预测	25
4.2. 估值分析与投资建议	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 潮宏基发展历程.....	5
图 2: 潮宏基品牌概览.....	6
图 3: 潮宏基分产品营收体量 (单位: 亿元)	7
图 4: 潮宏基分产品营收百分比 (单位: %)	7
图 5: 潮宏基股权结构图 (截至 2023 年 11 月 4 日)	8
图 6: 潮宏基 2014-2023Q1-Q3 营收及增速 (单位: 亿元, %)	9
图 7: 潮宏基分渠道收入结构 (单位: %)	9
图 8: 潮宏基 2014-2023Q1-Q3 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 9: 公司计提商誉减值损失 (亿元)	10
图 10: 公司毛利率/净利率水平 (单位: %)	10
图 11: 公司费用率水平 (单位: %)	10
图 12: 限额以上金银珠宝类零售总额 (单位: 十亿元)	12
图 13: 限上金银珠宝零售总额&社零总额当月同比增速 (单位: %)	12
图 14: 2022 年中国珠宝首饰行业市场细分品类占比 (单位: %)	12
图 15: 上海金基准价走势 (单位: 元/克)	12
图 16: 各品类对零售商珠宝销售收入的贡献占比 (2022 年 1-7 月)	13
图 17: 社交平台上与关键词“金饰”相关的词云.....	13
图 18: 2021 年国内珠宝消费者年龄分布.....	13
图 19: 中国珠宝消费主流场景 (2020 年调研结果)	13
图 20: 消费者购买黄金珠宝首要考虑因素 (2020 年调研结果)	14
图 21: 2021 年零售商黄金产品库存中各类金饰比重 (按价值算)	14
图 22: 金银珠宝消费者品牌类型偏好 (2020 年调研数据)	14
图 23: 国内珠宝行业整体线上销售额占比 (单位: %)	14
图 24: 2020 年国内珠宝行业竞争格局	15
图 25: 珠宝企业门店数量	15
图 26: 2023 年黄金珠宝品牌价值排行 (单位: 亿元)	15
图 27: 珠宝企业销售费用率对比 (单位: %)	15
图 28: “花丝风雨桥“数字藏品内容	16
图 29: 潮宏基国内首家非遗花丝概念店	16
图 30: 花丝天宫空间站	17
图 31: 潮宏基×星巴克, 花丝星享卡	17

图 32: 黄金珠宝头部品牌直营店数量占比 (单位: %)	17
图 33: 黄金珠宝头部品牌直营收入占比 (单位: %)	17
图 34: 潮宏基新开直营店单店平均投资额 (单位: 万元)	18
图 35: 潮宏基 2018-2022 年直营/加盟门店数量 (单位: 家)	18
图 36: 潮宏基门店地区分布占比 (单位: %)	19
图 37: 潮宏基门店地区分布数量	19
图 38: 线上渠道收入占比 (不含自建平台)	20
图 39: 潮宏基 2022 年 4 月 28 日新品发布会海报及战绩	20
图 40: 会员数量及复购收入占比 (单位: 万人, %)	20
图 41: 潮宏基×腾讯珠宝行业首场公私域联动直播 (2021.3.25)	20
图 42: 潮宏基 K 金产品示意图	22
图 43: 潮宏基黄金产品示意图	22
图 44: 珠宝企业研发费用率对比	22
图 45: 潮宏基 2018-2022 研发人员数量占比	22
图 46: 潮宏基 2018-2022 自产产品金额及所占比例	23
图 47: Venti 与独立设计师合作	23
图 48: 潮宏基珠宝三丽鸥 IP 系列	23
图 49: 菲安妮 IP 联名系列	23
图 50: Venti 与 Cèvol 培育钻产品对比	24
表 1: 公司产品概览	7
表 2: 核心管理团队介绍	9
表 3: 黄金珠宝头部品牌盈利模式对比	11
表 4: 2020-2022 年公司前十大直营店一览	18
表 5: 潮宏基分渠道情况一览	19
表 6: 潮宏基分产品情况一览	21
表 7: 黄金相关工艺研发项目	21
表 8: 公司 2023-2025 年盈利预测拆分 (亿元)	25
表 9: 行业可比公司估值水平	26

1. 潮宏基：融汇传统与时尚的珠宝品牌商

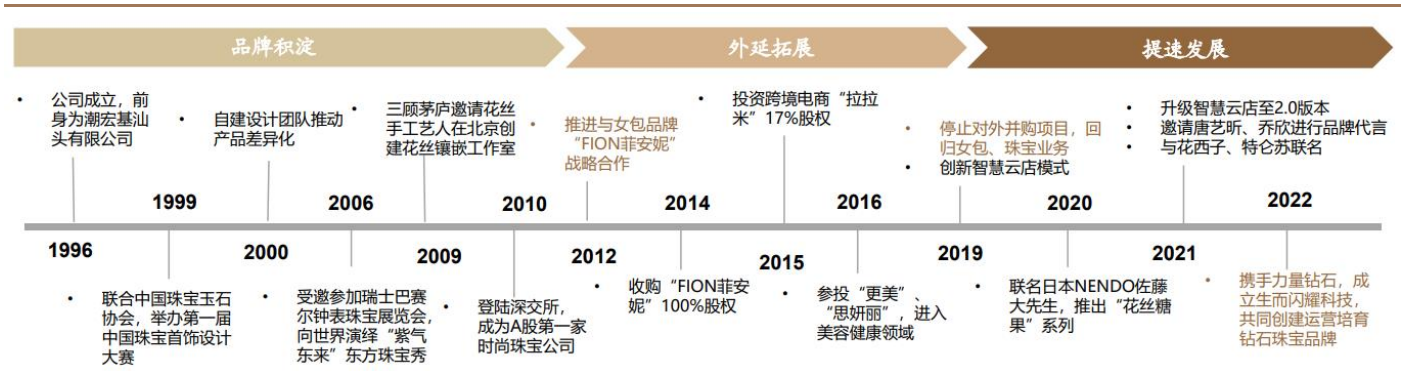
1.1. 公司简介：定位中高端，营运时尚多品牌

定位年轻化与中高端，潮宏基为时尚消费领域的多品牌运营商。潮宏基前身为成立于1996年的潮鸿基汕头有限公司，聚焦都市女性消费者，积极打造时尚生活生态圈，旗下设立“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”两大珠宝品牌与“FION 菲安妮”时尚女包品牌，近年持续推进加盟渠道开拓并辅以事件营销、明星代言、概念店打造等方式深化品牌影响力。截至2023上半年，各品牌覆盖网点超1500家，储备1700多万精致用户；公司连续20年登榜“中国500最具价值品牌”，并入选2022亚洲品牌500强。2022年受疫情冲击，营收同比下降4.73%至44.17亿元，净利润下降42.32%至2.05亿元，2023年前三季度业绩强劲复苏，营收/净利润同增33.1%/31.3%至45.0/3.2亿元。

回顾公司时尚消费业务布局，其发展历程大致可分为三个阶段：

- **品牌积淀 (1996-2011)：注重原创设计，以产品驱动品牌。**公司成立于1996年，并于次年设立CHJ珠宝品牌。公司发展基因融合时尚与设计，专注原创产品打造，2000年起自建设计团队推动产品差异化，以时尚、年轻的珠宝首饰风格定位年轻都市客群。1999年潮宏基联合中国珠宝玉石协会举办第一届中国珠宝首饰设计大赛，多年以来坚持匠心工艺和文化修道，2006年受邀参加瑞士巴赛尔钟表珠宝展览会，向世界演绎“紫气东来”东方珠宝秀；2009年，潮宏基三顾茅庐邀请花丝手工艺人创建花丝镶嵌工作室。2010年，登陆深交所，成为A股第一家时尚珠宝公司。
- **外延拓展 (2012-2018)：整合资源跨界布局、多元运营。**公司聚焦时尚产业，打造中产女性消费新出口，全面布局美丽经济。2012年推进与女包品牌“FION 菲安妮”战略合作，2014年完成收购“FION 菲安妮”100%股权。2015年投资跨境电商“拉拉米”17%股权，2016年参投“更美”、“思妍丽”，进入美容健康领域，实现跨界资源整合与布局，完善多元经营体系。
- **提速发展 (2019-至今)：直营渠道打板，加盟体系提速。**2019年公司综合消费趋势与时尚产品流通渠道，对外及时调整收并购策略，对内优化珠宝与女包业务结构。产品端持续发力东方美学与珠宝设计，2020年以时尚名义致敬东方文化，联名国际知名设计师日本NENDO佐藤大先生，打造“花丝糖果”系列珠宝。在渠道端，积极开放加盟体系，通过创新智慧云店模式、增大线上营销投放等举措赋能渠道端。2022年，公司携手人造金刚石龙头力量钻石，共同创建运营培育钻石珠宝品牌Cevol，率先布局培育钻镶嵌品类的行业新风口。

图 1：潮宏基发展历程



资料来源：公众号潮宏基珠宝，公司年报，公司招股书，德邦研究所

1.2. 主营业务：聚焦珠宝与女包，打造时尚生活圈

四大品牌黄金珠宝与时尚女包。公司建立初期专精珠宝首饰，后通过外延并购拓展皮具业务，近年入局培育钻领域，进一步丰富镶嵌类珠宝首饰矩阵。当前旗下包含珠宝主品牌“CHJ 潮宏基”、镶嵌与时尚珠宝品牌“VENTI 梵迪”、“Cèvol”以及“FION 菲安妮”女包品牌。分品牌来看：

图 2：潮宏基品牌概览



资料来源：品牌官网/天猫旗舰店，公司年报，德邦研究所

1) “CHJ 潮宏基”：穿越文化与历史，赋新传统匠心独运。以时尚珠宝首饰为核心的珠宝品牌，创立于1997年，主打原创设计和非遗工艺的现代应用，设有花丝工艺保护项目和花丝镶嵌工作室，致力于“保护、传承、修道”；目标客群为热爱东方美学、注重寻求展现独特自我的都市独立时尚女性；包含非遗花丝、时尚东方、浪漫婚庆、IP联名、高级珠宝等五个产品系列，热门产品有“花韵·铃兰花吊坠”、“三丽鸥大耳狗足金吊坠”、“暴富小金砖”等。

2) “VENTI 梵迪”：汇聚全球新锐设计，非凡理念彰显个性。以镶嵌类产品为主、针对细分市场的年轻潮流珠宝品牌，成立于2003年，集结全球新锐设计师，通过精炼线条和充满时尚灵感的精致创意珠宝传递“忠于自我，与众不同”的品牌理念；初期以买手店形式运营，现包含“花语”、“极星”、“守护”、“真爱一生”等产品系列，热门产品包括“永恒系列培育钻戒”、“太阳神系列玫瑰金钻石项链”。

3) “Cèvol”：“生而闪耀”，专注培育钻。以C（碳）&颠覆（evolution）为理念的培育钻石品牌，公司2022年携手力量钻石共同布局，淘宝店铺和小程序商城已于2023年5月正式上线。主张将“轻松的奢华”带入日常；现有生而闪耀、光芒、光影、宝藏、叠曜、引力珍藏等系列，热门产品包括“光芒系列18K金钻石项链”、“叠曜系列18K金钻戒”、“宝藏系列18K金水滴钻石项链”等。

4) “FION 菲安妮”：东方意蕴+现代美学，艺术联乘。定位年轻化的亚太知名女包品牌，1979年成立于香港，2014年被公司全资收购。FION坚定“艺术生活化”的理念，把国风色彩注入手袋设计，同时联名国际知名IP，备受年轻人追捧；目标客群为新时代年轻女性；现有菜篮子系列、云朵褶皱系列、巧锦开物、经典花押印、IP联名等产品系列，热门产品有“巧锦托特包”、“老花波士顿包”、“花窗盒子”等。

表 1: 公司产品概览

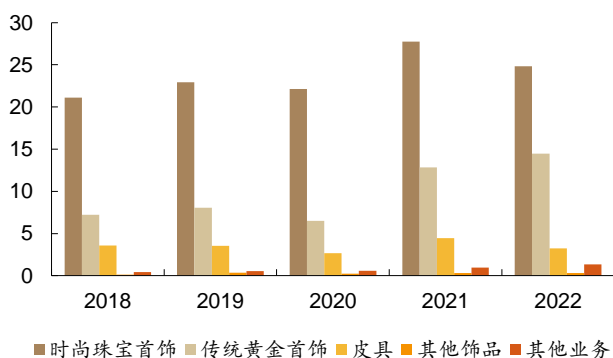
品牌	代表系列	热门产品图示
CHJ 潮宏基	非遗花丝	
	时尚东方	
	浪漫婚庆	
	IP 联名	
	高级珠宝	
VENTI 梵迪	永恒	
	太阳神	
	星芒	
	小糖冰	
	星际	
FION 菲安妮	菜篮子	
	巧锦开物	
	云朵褶皱	
	经典花押印	
	IP 联名	
Cévol	生而闪耀	
	光芒	
	光影	
	宝藏	
	叠曜	
	引力珍藏	

资料来源: 品牌官网, 云店小程序, 天猫旗舰店, 德邦研究所

传统黄金/时尚珠宝首饰营收占比超 90%。2021-2022 年公司在珠宝板块实现收入 41.85/40.87 亿元, 占总收入体量的 90.35%/92.52%, 其中黄金/时尚珠宝首饰为公司最大业务板块。受益于黄金新工艺、消费避险情绪和金价上行等影响, 传统黄金首饰收入及其占总营收比例均逐年上升, 2021-2022 年传统黄金首饰收入同增 97.21%/12.56%至 12.84/14.45 亿元, 占总营收 27.69%/32.71%。K 金及镶嵌类、一口价黄金等时尚珠宝首饰收入占比由 2018 年的 64.98%降至 2022 年的 56.18%。

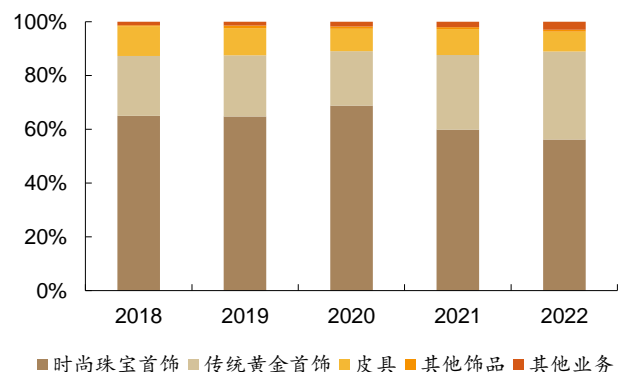
Fion 调整战略定位, 捕捉社交型消费新机遇。2021 年以来受市场环境及渠道策略影响, 公司 FION 收入有所波动, 2021-2022 年皮具行业收入 4.47/3.27 亿元, 占总营收比重分别达 9.65%/7.40%, 有所下降。近年以来, FION 积极调整战略定位与渠道策略, 加快年轻化布局, 打造自有 IP、加强外部联名, 推出一系列备受年轻用户喜爱的新产品。在渠道上裁撤百货渠道, 转向购物中心等中高端渠道, 在新消费趋势下不断迭代品牌形象, 紧跟新营销模式捕捉社交型消费的新机遇。

图 3: 潮宏基分产品营收体量 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 潮宏基分产品营收百分比 (单位: %)



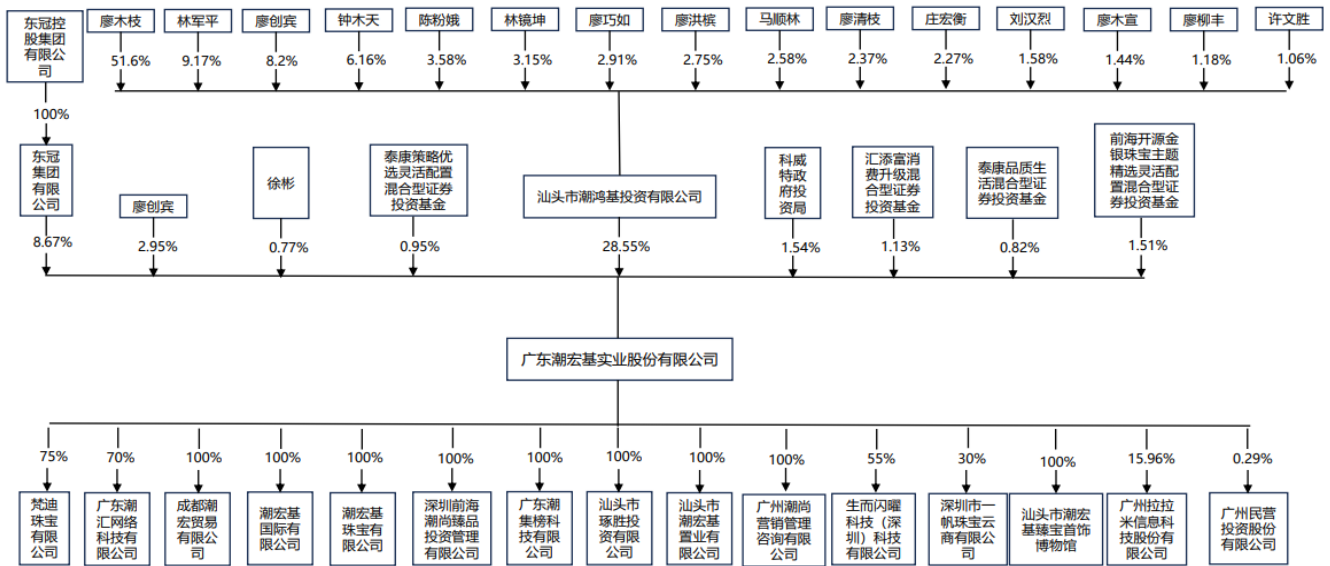
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

1.3. 公司治理：股权结构多元，高管资历深厚

家族控股 28.55%，股权结构多元稳定。公司控股股东为汕头市潮鸿基投资有限公司，持股比例达 28.55%，其实控人为潮宏基创始人廖木枝先生（直接持股 51.6%），一致行动人廖创宾、林军平分别为其儿子、女婿。三人通过汕头市潮鸿基投资有限公司合计持有公司股权 19.69%，同时廖创宾个人直接持有潮宏基实业 2.95%的股份。从外部看，东冠集团为第一大外部股东，直接持股 8.67%。

子公司分工明确，职能有序。公司旗下共有 11 家全资子公司与 8 家控股/参股子公司，包括潮宏基珠宝、梵迪珠宝、潮汇科技、潮宏基置业等，职能覆盖产品制造/零售以及集团投资和地产开发。2022 年公司携手人造金刚石龙头制造商力量钻石，合资设立生而闪耀科技（深圳）有限公司布局培育钻石零售赛道，公司直接持股比例达 55%。

图 5：潮宏基股权结构图（截至 2023 年 11 月 4 日）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

行业标杆人物领军，管理团队从业经验深厚。公司管理层队伍优秀，专业资质过硬，根据 Wind 统计，14 名管理层人员平均任期时长 9.7 年，其中任期超过 5 年的有 10 人，超过 10 年的有 8 人。核心高管深耕珠宝首饰相关产业，专业水平获业内高度认可。其中董事长兼总经理廖创宾先生为全国珠宝玉石标准化技术委员会委员、中国珠宝玉石首饰行业协会副会长，并于 2009 年被国家珠宝玉石质量监督检验中心聘为《钻石分级》国家标准修订工作特邀专家，2020 年被聘为自然资源部珠宝玉石首饰检验评价技术创新中心技术委员会委员。副总经理林军平先生为全国珠宝玉石标准化技术委员会委员，广东省珠宝行业协会副会长。

重视人才发展与激励机制，共享公司成长价值。公司高度重视集团和品牌各级干部领导力发展，不断完善人才队伍体系，设立“领军经理人提升班”、“管理菁学堂”等人才发展项目，持续培养和储备内部人才队伍。同时积极完善激励机制，推出员工持股计划，至 2022 年底，公司 152 位董监高与核心员工持股 603 万股，占比总股本 0.68%。

表 2: 核心管理团队介绍

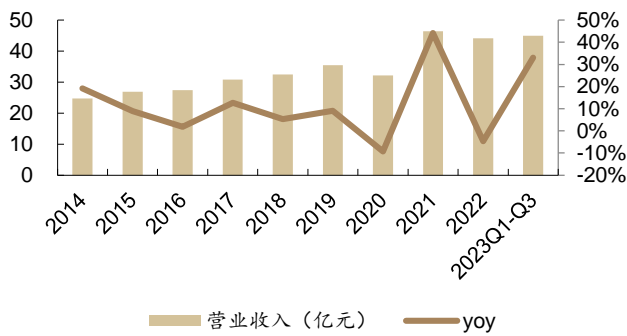
姓名	职位	年龄	个人履历
廖创宾	董事长&总经理	51	工商管理硕士；2002年起任潮鸿基实业总经理；全国珠宝玉石标准化技术委员会委员，中国珠宝玉石首饰行业协会副会长；国家珠宝玉石质量监督检验中心聘其为《钻石分级》国家标准修订工作特邀专家，自然资源部珠宝玉石首饰检验评价技术创新中心技术委员会委员。
廖木枝	董事	76	公司创始人，2002-2020年任潮鸿基实业董事长，2016-2017年兼任汕头市环胜投资有限公司执行董事，现任汕头市潮鸿基投资有限公司董事长、公司董事。
林军平	董事、副总经理	50	工商管理硕士；2002年起任潮鸿基实业董事及生产总监、生产事业部总经理，2005年任潮鸿基投资总经理；全国珠宝玉石标准化技术委员会委员，广东省珠宝行业协会副会长。
钟木添	董事	67	2002至2006年任潮鸿基实业董事，现任潮鸿基投资董事及总经理，以及潮宏基实业董事。
蔡中华	董事、副总经理	55	2004年起任潮鸿基实业副总经理，现任潮宏基实业副总、潮宏基珠宝总经理，兼任菲安妮、菲安妮皮具、菲安妮(亚太)公司董事。
徐俊雄	董事、副总&董秘	50	2001年加入潮宏基实业，曾任公司财务总监、董事、董秘；在矩雄投资、环胜投资、前海潮尚、潮荟投资等公司曾担任执行董事、总经理、董事等重要职位。
苏旭东	财务总监	60	硕士学历，中国注册会计师；2005年加入潮宏基实业，现任公司财务总监，兼任万年青制药独立董事。

资料来源：公司年报，Wind，德邦研究所

1.4. 财务分析：渠道发力凸显成长，业绩回弹盈利修复

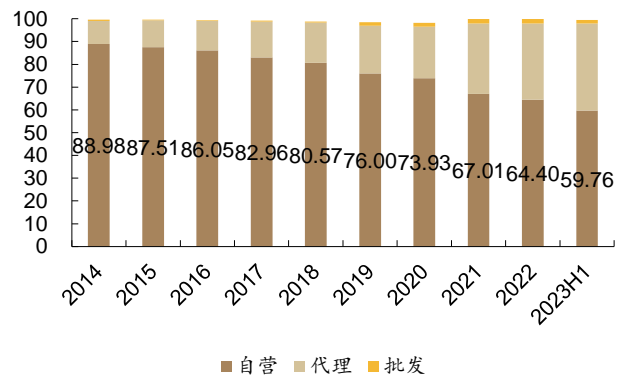
业绩韧性回弹，渠道高速扩张。2014-2019年期间公司整体营收由24.7亿元增长至35.4亿元，期间CAGR7.48%，整体收入增速成长稳健。2019年起公司调整渠道战略与发展重心，逐步放开加盟渠道管控，以优秀直营单店打板引领加盟商高速成长，加快成熟市场网点加密与三四线渠道下沉。剔除2020与2022年受疫情线下影响的异常年份，2021年全年营收同增44.2%至46.36亿元，渠道拓店驱动下2023年前三季度营收同增33.07%至44.99亿元。2022年疫情期间加盟代理店仍净增123家，代理业务收入占比已由2014年的10.09%提升至2023H1的38.14%。

图 6: 潮宏基 2014-2023Q1-Q3 营收及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

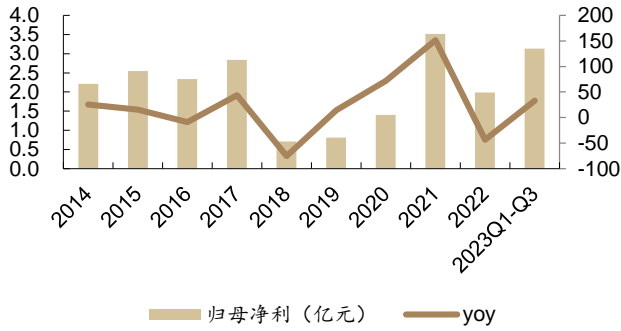
图 7: 潮宏基分渠道收入结构 (单位: %)



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

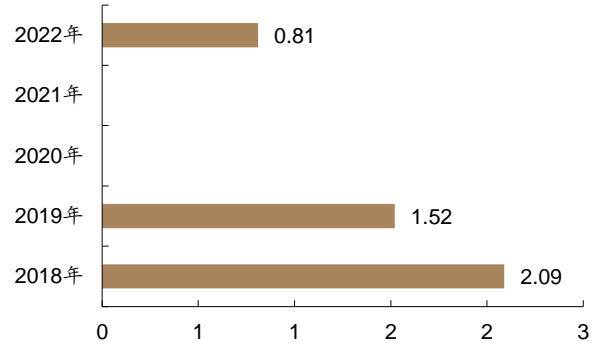
商誉扰动逐步出清，利润增长稳中向好。2014年以来公司归母净利润跟随营收体量扩张与成本优化稳健增长，至2017年归母净利达2.84亿元（14-17年CAGR达8.72%），2018-2020年利润大幅缩减主要系收购女包品牌菲安妮高额商誉减值所致，于各年度分别计提2.09/1.52/0.81亿元损失。2021年归母净利润在疫后大幅回弹后，2022年再度受疫情影响，归母净利同比下降43.22%至1.99亿元。面对消费市场巨大压力，潮宏基公司坚持以用户为导向持续塑造产品力，数字化赋能营运改善降本增效，携手加盟商促进外延渠道扩张，2023前三季度伴随消费回暖，归母净利同增33.28%至3.13亿元，全年有望延续高增。

图 8: 潮宏基 2014-2023Q1-Q3 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

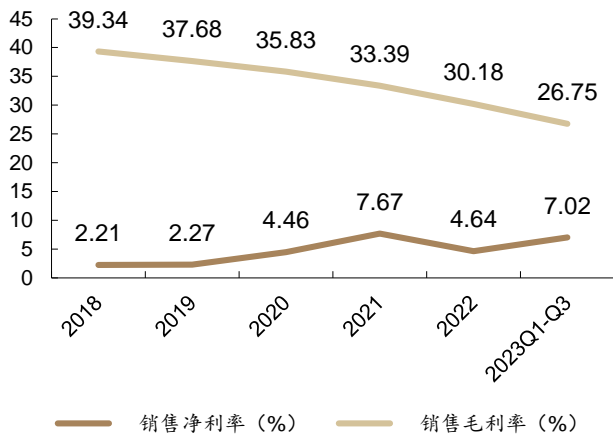
图 9: 公司计提商誉减值损失 (亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 德邦研究所

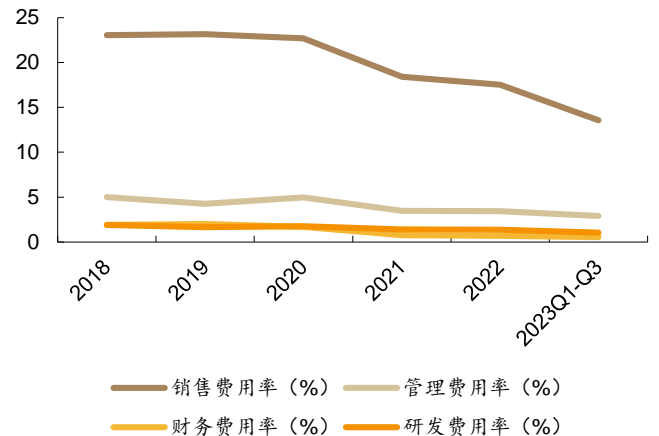
加盟与品类调整致毛利率下行, 营运降本增效促盈利修复。2018 年以来公司整体毛利率由 39.34% 下降至 2023 前三季度的 26.75%, 主要系渠道端公司放开加盟体系, 加速渠道扩张, 相对低毛利率的代理渠道占比提升带动渠道整体盈利能力下行。从产品端看, 公司发力黄金饰品, 高利润率的镶嵌类与 K 金首饰占比下行致产品毛利率下滑。期间公司加快数字化赋能, 改善营运效率降本增效, 积极建设加盟商采购平台、迭代智慧云店、智能优化供应链提升营运效能。各项费率水平稳中有降, 2023 年前三季度, 销售费率/管理费率/财务费率/研发费率分别同降 3.41/0.41/0.09/0.27pcts 至 13.58%/2.91%/0.56%/1.04%, 净利率 7.02%。

图 10: 公司毛利率/净利率水平 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 11: 公司费用率水平 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

加盟杠杆撬动与周转率优化, ROE 有望持续提升。对比周大福、老凤祥、周大生等龙头珠宝, 潮宏基产品结构以低周转高毛利的镶嵌品类为主, 同时在渠道上以相对重资产的直营体系为主, 在商业模式与盈利能力上体现相对低 ROE。今年以来公司持续放开加盟体系, 以轻资产模式撬动经营杠杆加速终端拓店, 并贴合行业消费趋势提升传统黄金首饰占比 (至 2023H1 已达 37.4%), 在维持高毛利率的前提下驱动 ROE 水平的稳健增长。

表 3：黄金珠宝头部品牌盈利模式对比

公司名称	周大福	老凤祥	周大生	潮宏基	
2022	毛利率	22.36%	7.58%	20.78%	30.18%
	净利率	5.78%	3.60%	9.78%	4.64%
	ROE	16.31%	17.60%	18.44%	5.64%
	总资产周转率	1.09	2.61	1.52	0.79
	权益乘数	2.65	2.50	1.24	1.58
2021	毛利率	22.58%	7.77%	27.31%	33.39%
	净利率	6.93%	4.17%	13.35%	7.67%
	ROE	20.85%	21.87%	21.92%	10.08%
	总资产周转率	1.31	2.81	1.34	0.86
	权益乘数	2.36	2.44	1.22	1.56
2020	毛利率	28.61%	8.18%	41.03%	35.83%
	净利率	8.78%	4.01%	19.93%	4.46%
	ROE	21.10%	21.17%	20.07%	4.09%
	总资产周转率	1.09	2.82	0.81	0.61
	权益乘数	2.27	2.45	1.25	1.54

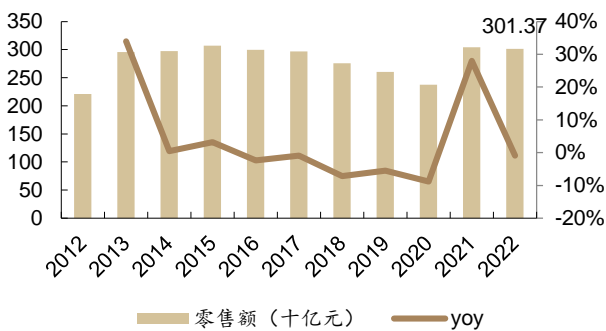
资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所；
 注：周大福为港股，数据来自 2021-2023 财年

2. 行业成长：短期由金价驱动，长期看悦己国潮消费

2.1. 金价震荡上行，投资消费需求两旺

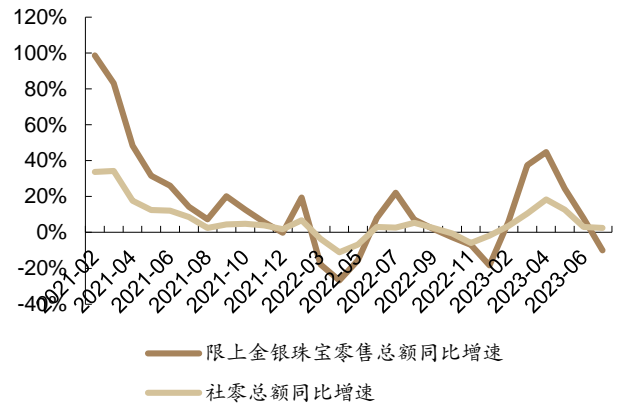
零售体量庞大，疫后强势复苏。中国作为全世界最大金银珠宝零售市场，据国家统计局数据，2021年我国限额以上金银珠宝类零售总额高达3041.1亿元，2022年受整体消费环境影响同比略降9%至3013.7亿元，仍保持3000亿以上高位，远高于疫情前三年平均水平。2023年以来疫情影响逐步消退，伴随线下客流恢复与需求回暖，门店恢复正常营运，金银珠宝类零售总额强势反弹，同比增速远高于社零总额平均增速，1-11月金银珠宝零售总额达3024亿元，同比增长11.9%，超出同期社零增速的4.7%，其中4月份同比增速高达44.70%。

图 12：限额以上金银珠宝类零售总额（单位：十亿元）



资料来源：国家统计局，iFind，德邦研究所

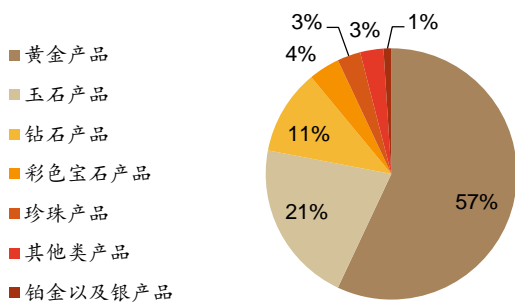
图 13：限上金银珠宝零售总额&社零总额当月同比增速(单位：%)



资料来源：iFind，国家统计局，德邦研究所

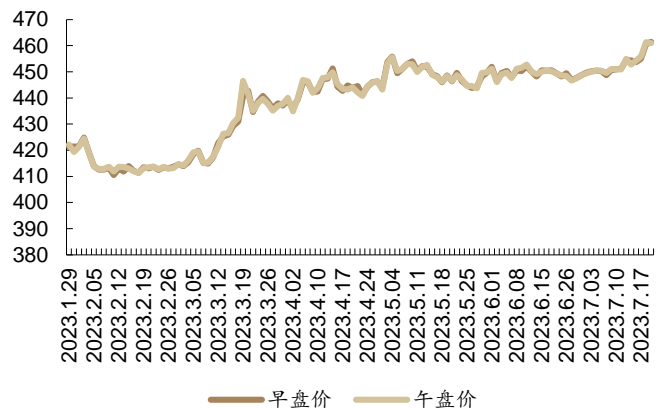
黄金积压需求释放，金价上行增厚利润空间。根据中宝协统计，2022年我国珠宝玉石首饰行业整体规模7190亿元，其中黄金产品规模4100亿元，占比57%；全年国内黄金消费量1001.74吨，其中黄金首饰消费量654.32吨。近年来地缘政治危机突出、疫情反复，高通胀预期和黄金特有投资保值金融属性促使黄金热度激增。叠加疫情过后，积压婚庆/社交需求逐渐释放，黄金饰品的主流消费场景得到恢复。并且自年初以来，金价不断上行，11月30日上海金交所黄金收盘价高达474元/克，远高于年初410元/克左右水平。黄金消费需求上行带动珠宝企业销量与收入高增，金价趋势叠加下，黄金零售与直营渠道直接获利，增厚利润。

图 14：2022 年中国珠宝首饰行业市场细分品类占比（单位：%）



资料来源：中宝协，德邦研究所

图 15：上海金基准价走势（单位：元/克）

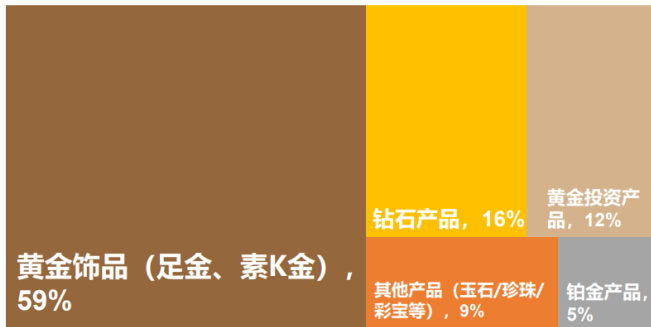


资料来源：上海黄金交易所，德邦研究所

2.2. 新工艺与新场景势不可挡，品牌力奠定多寡头格局

居民收入增长稳健，黄金品类消费地位稳固。在中国，黄金自古就是“财富”、“价值”、“身份”的象征，深受国民追捧，“金玉良缘”、“金榜题名”等词语更是将黄金与婚庆嫁娶等美好又重要的人生场景相连。根据 BCG 及 Wind 数据，中国人均可支配收入维持稳健增长，且 2022-2030 年中国将新增 8000 万中产及以上人口，中产及以上预计占总人口比例近 40%。不断强大的国民消费实力和日益增长的悦己、送礼等非婚庆需求有望长期支撑黄金首饰的规模增长。

图 16: 各品类对零售商珠宝销售收入的贡献占比 (2022 年 1-7 月)



资料来源: 中国黄金报社, 世界黄金协会, 德邦研究所

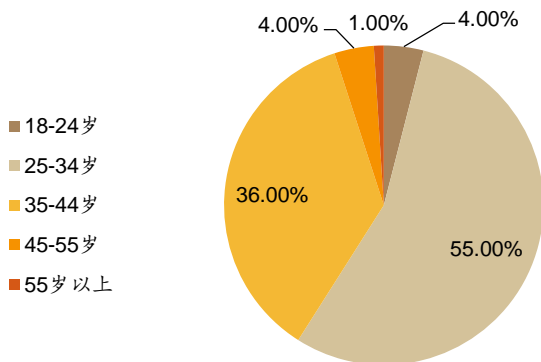
图 17: 社交平台上与关键词“金饰”相关的词云



资料来源: 世界黄金协会, 清博大数据, 德邦研究所

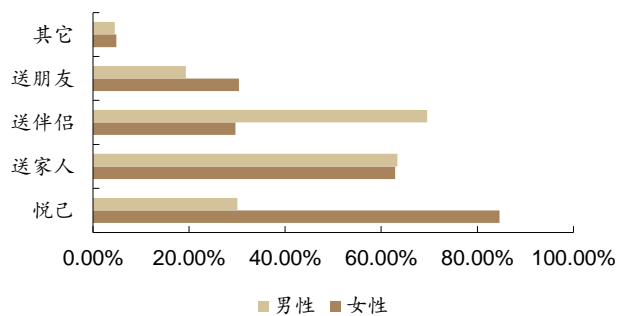
新消费趋势势不可挡，年轻化定位或为下一突破口。根据 Statista 援引 LeadLeo 数据，2021 年珠宝消费市场最大群体为 25-34 岁年轻人，占比 55%，18-34 岁人群合计占比 59%。年轻人相较老一辈更注重真实的情感体验和产品的内在价值，2020 年国内 84.65% 的女性珠宝消费场景均为“悦己”。消费群体的迭代和观点的更替为把握新消费趋势、注重产品创新、极具文化内涵的品牌打开了新的机会窗口，年轻化定位的中高端品牌有望占据更多市场份额实现高增。

图 18: 2021 年国内珠宝消费者年龄分布



资料来源: Statista, LeadLeo, 德邦研究所

图 19: 中国珠宝消费主流场景 (2020 年调研结果)

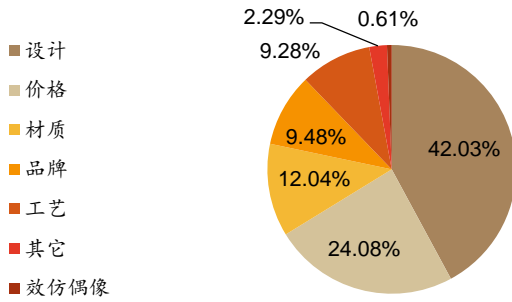


资料来源: Statista, 中国黄金报社, 德邦研究所

新需求、新工艺带动黄金首饰量价齐升。2015 年及以前，中国黄金市场由传统普货黄金主导。随着工艺技术持续迭代，3D/5D 硬金、5G 黄金由于其克重轻、硬度大、延伸性较高的特性，可打造造型更为绚丽、设计更加新颖的黄金珠宝产品，可推出更多具备高工艺价值的高毛利单品。黄金珠宝赛道有望实现量价齐升，提振长期行业增速。参考世界黄金协会数据，2021 年硬足金与古法金已合计占据 39.04% 的零售商库存比重，普货金饰占比已降至 31.6%。根据中国黄金报社 2020 年调研结果，42.03% 的消费者在选择黄金珠宝时，首要考虑因素是产品设计。具备原创设计能力和生产工艺的企业可积极开拓创新、挖掘消费趋势，设计并创造

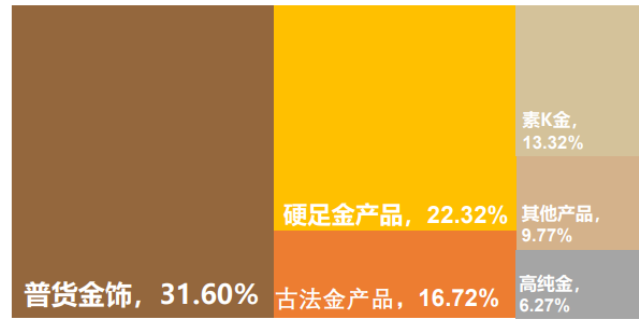
迎合消费者喜好的珠宝产品，打造自身品牌壁垒。

图 20：消费者购买黄金珠宝首要考虑因素（2020 年调研结果）



资料来源：Statista，中国黄金报社，德邦研究所

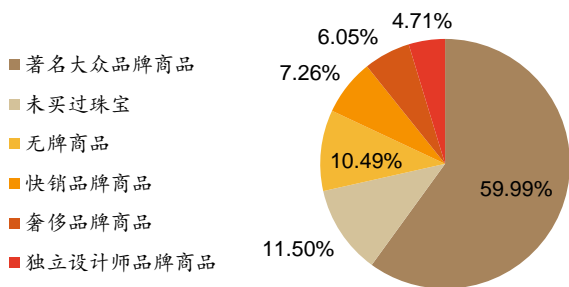
图 21：2021 年零售商黄金产品库存中各类金饰比重（按价值算）



资料来源：中珠协，中国黄金报社，世界黄金协会，德邦研究所

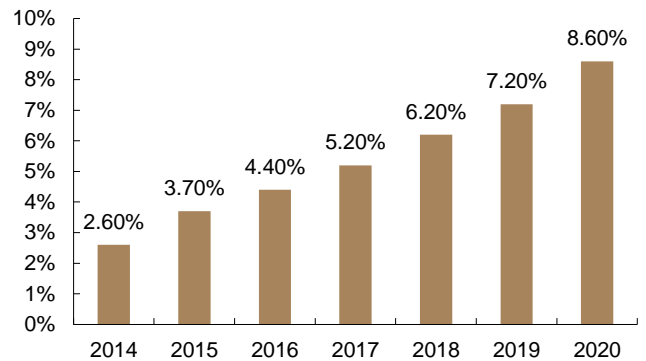
电商渠道重要性与日俱增。金银珠宝商品由于高价值和重体验属性，长期以来一直较大程度依赖线下门店，但疫情期间，具备前瞻性和行动力的优质珠宝企业已纷纷布局珠宝电商，利用线上渠道克服客流减少、门店关闭等问题，2020 年线上销售额占比已有 8.6%，珠宝电商成为不可或缺的重要环节。伴随年轻消费群体购买力的提升和新营销模式的突破，预计未来线上渠道占比还会持续提升，与线下门店销售形成良好协同作用。

图 22：金银珠宝消费者品牌类型偏好（2020 年调研数据）



资料来源：中国黄金报，Statista，德邦研究所

图 23：国内珠宝行业整体线上销售额占比（单位：%）

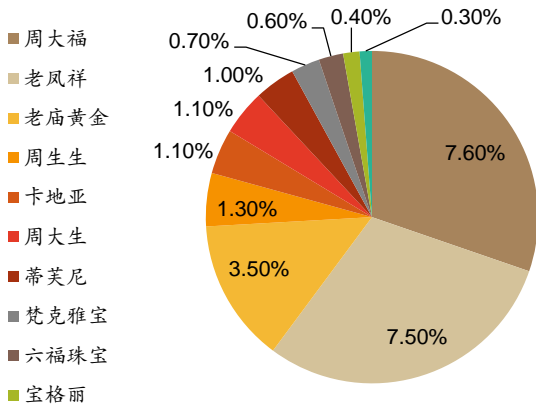


资料来源：前瞻产业数据，Statista，德邦研究所

渠道拓店为珠宝制胜要素。根据 Statista 援引数据，中国黄金报曾于 2020 年调研消费者购买黄金珠宝的品牌类型选择偏好，结果表明 59.9% 的消费者倾向于选择著名的大众珠宝品牌，而金银珠宝自身产品价值较高、消费者注重佩戴体验，门店是进行消费者教育的最佳场所，因此利用渠道扩张高频触达终端为当下珠宝企业核心支撑。目前各珠宝企业都在加速自身门店扩张和渠道布局，在相对较低的资金投入下调动加盟商开店热情，迅速实现市场渗透，2022 年头部企业周大福/周大生/老凤祥/周生生已储备门店各 7269/4616/5609/3642 家。

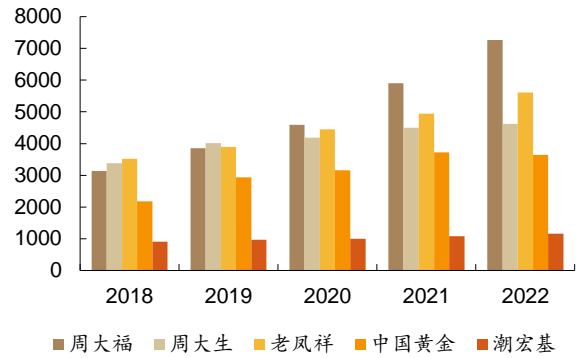
行业集中度有望持续提升，多寡头格局基础奠定。目前国内珠宝高端市场为 Tiffany、Cartier、Bvlgari 等外资品牌所垄断，中高端市场以港资和内资品牌为主。由于珠宝产品款式设计与风格多元以及加盟商代理渠道多元，下游竞争格局高度分散，2020 年行业 CR10 仅 24.8%。近年来行业头部企业加速门店拓展，疫情期间线下承压下部分中小企业加速出清，至 2022 年行业 CR10 为 30.5%，集中度实现快速提升，但与日本 CR5 位于 40% 左右的地区相比仍存差距。伴随企业门店扩张进度推进，设计能力卓越、品牌影响力强的珠宝商将在激烈竞争中赢得更多市场份额，多寡头竞争格局有望进一步形成。

图 24：2020 年国内珠宝行业竞争格局



资料来源：Statista，欧睿，德邦研究所

图 25：珠宝企业门店数量（单位：间）



资料来源：各公司年报，德邦研究所，注：周大福财报期不一致，2022 门店数截至 2023.3.31

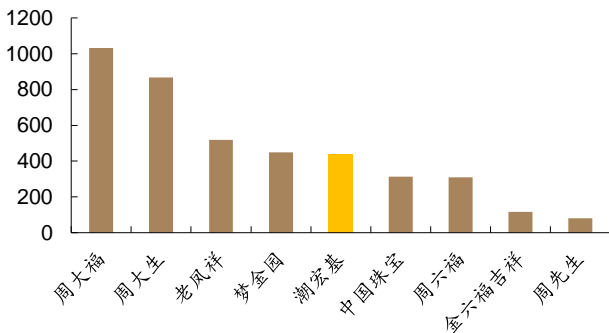
3. 以品牌与设计差异化立身，直营+代理渠道展翅腾飞

3.1. 品牌&营销：跨时空对话经典，东方品牌强力新生

品牌力的理解：当前黄金珠宝行业已逐步剥脱昔日同质化、粗暴式的成长路径，在悦己、赠礼等非婚需求刺激下珠宝消费也呈现多维度的竞争体系，其中品牌力的重要性日益突出。从消费者角度看，珠宝消费蕴含文化认同、情感价值、地位的体现，品牌调性深度关联产品设计与对应人群，决定消费者进店概率与转化。从渠道商角度看，品牌形象差异深刻影响自身于核心商圈的拿地能力及议价权，并且有望提升超于珠宝之外的品牌溢价与消费转化率，获得稳健的利润空间。我们认为潮宏基以新潮、年轻的品牌形象已牢固树立业内差异化竞争点，尤其在一线头部城市具备优秀的客群效应与商圈议价权，在品牌力角度已具备明显优势。

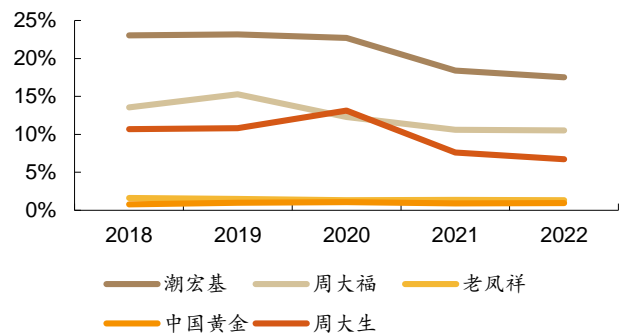
非遗匠心打造东方新潮珠宝。公司以融汇经典与时尚的产品设计出圈，差异化定位新潮都市消费群体，已积累优质、年轻、时尚化的品牌形象，据 2023 年度中国 500 最具价值品牌评选榜单，潮宏基以 439.47 亿元的品牌价值连续 20 年登榜中国 500 最具价值企业，位列全国黄金珠宝品牌第五位，仅次于周大福、周大生、老凤祥、梦金园，并荣获“2023 品牌影响力百强、大国匠心品牌、十年荣耀·推动中国品牌影响力发展优秀企业”等奖项。潮宏基品牌力逐步凸显，年轻化定位在头部城市具备更强引流效力，高度贴合商圈对于品牌与门店的要求，对于商圈拿地选址具备较强的议价能力，与传统珠宝品牌拉开差异化的竞争优势。

图 26：2023 年黄金珠宝品牌价值排行（单位：亿元）



资料来源：世界品牌实验室，德邦研究所

图 27：珠宝企业销售费用率对比（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

花丝镶嵌独家工艺，非遗构筑内容支点。花丝工艺起源商朝，为燕京八绝之

一，利用金银金属延展性拉成细丝，再以掐、填、攒、焊、堆、垒、织、编、点翠等八大主要技艺制成精美绝伦的工艺品，2008 年被正式纳入国家非遗文化名录。潮宏基三顾茅庐邀请花丝手工艺人在北京创建花丝镶嵌工作室，花费数十年时间于 2013 年建成臻宝首饰博物馆，馆藏品超 3000 件。镇馆之宝的“花丝风雨桥”，耗费 350 公斤白银和 4 公斤黄金，历时四年制成，是目前存世体量最大、工艺最全的花丝工艺品。公司高度重视营销投放，围绕花丝工艺进行营销投流、讲述品牌故事。2018-2020 年公司销售费用率均位于 20% 以上，2021 年之后伴随渠道拓展费率有所摊薄，依然远高于同业水平；收获天猫旗舰店粉丝订阅数超 365 万、小红书点赞收藏数 21 万+、公众号头版阅读量可达 3 万+。

从保护到输血，跨时空接力，为传统赋新。不止步于打造非遗文化保护者的定位，潮宏基持续围绕花丝工艺深化自身品牌内涵，联系新消费趋势对传统工艺进行时尚化改造。2020 年潮宏基联名日本 NENZO 佐藤大先生推出“花丝糖果”系列，通过阿里众筹形式进行发售，参与众筹人数超 8400 人，销售总额超 1000 万元，成为阿里众筹一个超级案例，并在李佳琦直播间创下 15 分钟 6000 件售罄、2000 件追加预售订单的记录，该产品收获“最佳文化传承”奖；2022 年潮宏基推出首款非遗花丝数字藏品，开售即秒罄；在成都打造全国首家非遗花丝概念店；非遗花丝工艺已成为潮宏基可持续沉淀的品牌资产。

图 28：“花丝风雨桥”数字藏品内容



资料来源：界面新闻，德邦研究所

图 29：潮宏基国内首家非遗花丝概念店

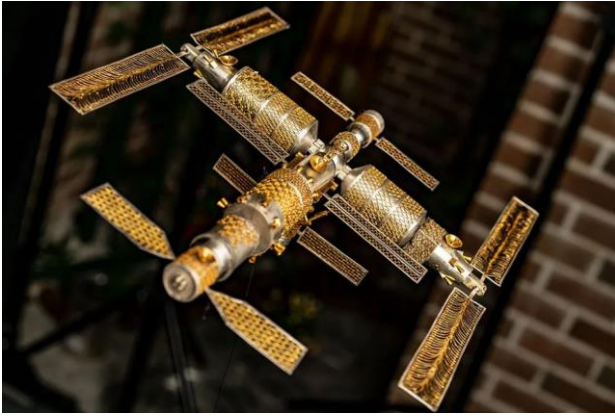


资料来源：公众号宝创家，德邦研究所

事件营销法，“花丝空间站”撬动品牌声量。2022 年 1 月 2 日，此前凭借复刻三星堆面具爆火的 Bilibili 百万 UP 主“才疏学浅的才浅”发布视频《非遗佳作：耗时三个月传统金银工艺打造中国空间站，过程艰难，结局高能》引爆全网，系潮宏基与 UP 合作的营销行为。UP 主“才浅”为学习花丝镶嵌工艺，参观了潮宏基臻宝博物馆，历数大量精致花丝藏品，来到潮宏基花丝工作室学习三个月，根据所学复刻出了中国天宫空间站的外形。视频内容全真纪实、紧贴热点，同时兼顾传统文化内涵和手工艺知识趣味科普，在 B 站播放量至今已达 514.5 万，评论数 16.1 万，111.3 万投币，分别收获点赞/收藏量 87 万/31.1 万，开年时霸占 B 站排名第一，微博热搜获 3 亿曝光，登上央视，引发了大量年轻群体对潮宏基品牌的关注。

跨界合作+明星代言，发力时尚东方。单个品牌极难通过产品设计较快触达终端用户，传递深层次多维度品牌内涵、进行消费者教育，但两个品牌相对容易。潮宏基积极推进跨界品牌合作，携手独立设计师品牌 JACQUES WEI 联合海洋艺术灵感共同进行产品设计，与星巴克联合推出花丝星享卡，消融了现代艺术和传统文化的边界，将束之高阁的非遗文化赋予潮流价值从而进入年轻人的视野。此外潮宏基还选择唐艺昕、乔欣分别担任潮宏基珠宝和菲安妮品牌大使，通过明星个人气质强化品牌形象和底蕴，利用明星效应扩大品牌在年轻消费者群体中的影响。

图 30: 花丝天宫空间站



资料来源: 公众号宝创家, bilibili, 德邦研究所

图 31: 潮宏基×星巴克, 花丝星享卡

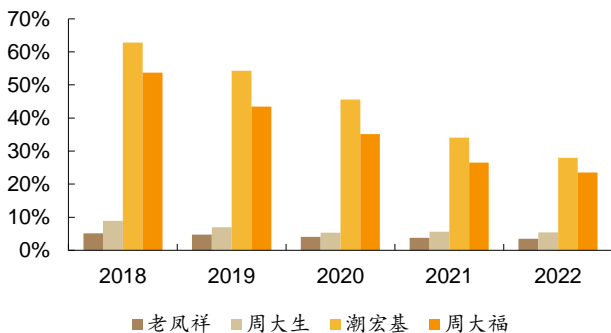


资料来源: 公众号宝创家, 德邦研究所

3.2. 渠道力: 重金打板直营标杆, 加盟单店高效扩张

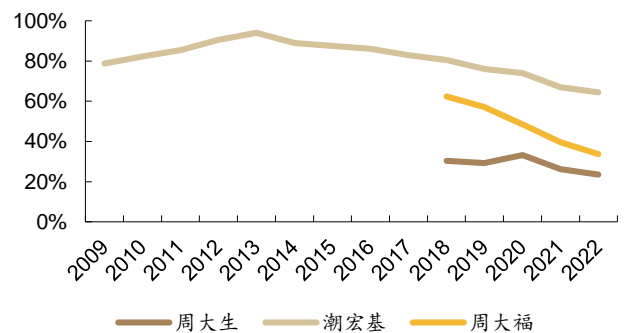
渠道模式拆解: 直营打造品牌标杆, 强加盟管理保障渠道利润与成长性。潮宏基的渠道优势主要体现在: 1) 直营赋能, 打造优质标杆: 公司重视直营门店建设与投入, 新设门店单平米投资额最高可达 17.5 万元/平米, 经测算前十大直营门店坪效平均约 14.4 万元/每平米; 2) 加盟体现强管理, 优质配货比留足利润空间: 对于加盟商采取类直营式管理, 对于门店销售品类与 SKU 给予充分指导; 3) 集团数字化赋能, 渠道管理高效运转: 集团率先实现智慧云店 100% 覆盖, 对于日常运营、智能补货、销售预测均有精细化模式, 可避免加盟商管理混乱的弊病, 同时开放一店一云线上渠道, 保护线上线下客流分配。

图 32: 黄金珠宝头部品牌直营店数量占比 (单位: %)



资料来源: 各公司年报, 德邦研究所

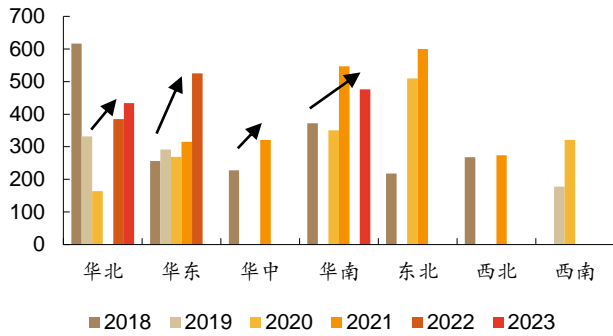
图 33: 黄金珠宝头部品牌直营收入占比 (单位: %)



资料来源: 各公司年报, 德邦研究所

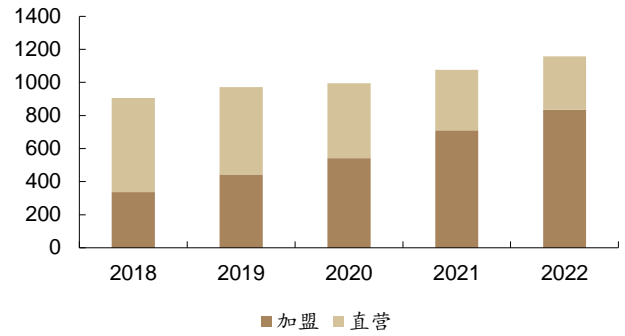
直营模式培育品牌, 重金打造优质门店。潮宏基发展初期打造小而美精品路线, 以高质量直营渠道为主, 至 2022 年潮宏基已有门店 1158 家, 其中直营店数占比达 28.0%, 直营体系收入 28.45 亿元, 占比 64.4%, 显著高于同业水平。公司通过直营模式强化供应链、产品、销售、服务等多环节把控, 培育优质品牌形象, 为后续扩张打造规范化运营范本。近年来, 各地区新开直营店单店平均投资额均呈逐年递增态势, 以华东地区为例, 新开直营店单店平均投资额已由 2018 年的 257 万元增长至 2022 年 525 万元, 其中部分新开直营精品门店单平米投资额已达 16 万元/平米。

图 34: 潮宏基新开直营店单店平均投资额 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所; 注: 2023 年店均投资额计算截至 2023.8

图 35: 潮宏基 2018-2022 年直营/加盟门店数量 (单位: 家)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

标杆门店坪效超 35 万元/平米, 营运能力显著领跑。高水平资金投入和严格管理下, 公司直营门店营运坪效与盈利能力表现优异。2022 年潮宏基前十大门店合计实现收入 1.55 亿元, 占直营总收入比重约 5.4%, 最高毛利率达 38.3%, 其中 CHJ 无锡荟聚连续三年收入体量全公司第一, 年收入达 3892 万元, 按照门店面积 110 平米计算, 单店坪效高达 35.4 万元每平方米。2023 年以来公司分别于 4 月/6 月/7 月/9 月在华北/华南地区投资新设直营门店, 积极打造地区标杆, 力求在全国范围内扩大品牌影响力。

表 4: 2020-2022 年公司前十大直营店一览

2022					2021					2020				
门店名称	收入 (万元)	毛利率	店铺面积 (平方米)	坪效 (万元/平米)	门店名称	收入 (万元)	毛利率	店铺面积 (平方米)	坪效 (万元/平米)	门店名称	收入 (万元)	毛利率	店铺面积 (平方米)	坪效 (万元/平米)
CHJ 无锡荟聚	3892	21.70%	105-115	35.38	CHJ 无锡荟聚	3792	18.70%	110	34.47	CHJ 无锡荟聚	2075	26.51%	110	18.87
CHJ 杭州万象城	2308.15	21.36%	131	17.62	CHJ 杭州万象城	1423.54	29.67%	131	10.87	CHJ 杭州万象城	1181.42	35.39%	131	9.02
CHJ 无锡万象城	1553.07	24.05%	65-85	23.89	CHJ 青岛万象城	1401.83	31.65%	110-114	12.52	CHJ 青岛万象城	977.47	35.27%	110-114	8.73
CHJ 青岛万象城	1345.16	33.91%	110-114	12.01	CHJ 北京荟聚	1355.49	33.41%	162	8.37	CHJ 厦门万象城	966.65	34.24%	123	7.86
CHJ 北京荟聚	1316.67	31.76%	162	8.13	CHJ 无锡万象城	1345.98	19.10%	65-85	17.95	CHJ 北京荟聚	848.7	37.83%	162	5.24
CHJ 常州路劲又一城	1250.48	37.83%	80-100	13.89	CHJ 常州路劲又一城	1322.44	27.84%	80-100	14.69	CHJ 无锡万象城	846.83	23.96%	65-85	11.29
CHJ 汕头万象城	1081	37.97%	113	9.57	CHJ 沈阳万象汇	1088.67	32.06%	110-120	9.47	CHJ 常州路劲又一城	806.47	35.52%	80-100	8.96
CHJ 无锡苏宁广场	988.92	21.69%	120-130	7.91	CHJ 合肥万象城	972.19	28.01%	115-125	8.10	CHJ 苏州中心	766.06	35.32%	110-120	6.66
CHJ 合肥万象城	878.96	30.26%	115-125	7.32	CHJ 厦门万象城 A 馆	956.95	28.47%	105	9.11	CHJ 沈阳万象汇	622.38	33.94%	110-120	5.41
CHJ 南京金鹰江宁店	875.36	38.30%	75-85	10.94	CHJ 兰州中心	922.32	35.05%	125	7.38	CHJ 杭州湖滨银泰	604.69	40.02%	101-105	5.87

资料来源: 公司年报, 公司公告, 大众点评, 德邦研究所; 注: 部分门店面积未披露, 数据来自测算, 对应坪效依据面积区间中点测算

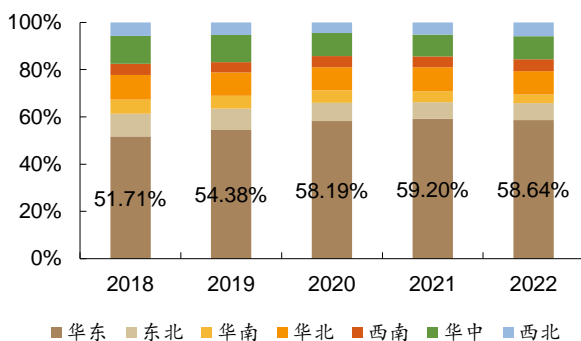
轻资产模式转型, 战略转变加盟提速。由于公司直营门店投入成本较高, 成熟门店营运管理与爬坡仍需时间, 在我国珠宝市场相对较难实现渠道的高速扩张。近年以来公司放开加盟渠道体系, 授权区域经销商以加盟批发及品牌代理模式实现深度分销。一方面公司优化原有重资产门店模式, 将部分直营门店转化为加盟店, 释放经营活力, 另一方面积极深化区域合作, 推动新加盟商渠道拓店。2019-2022 年间加盟门店净增加 107/97/170/123 家, 对应代理业务收入占比已提升至 33.5%, 至 2023H1 加盟门店总数已达 923 家, 其中净新增加盟店 89 家。未来公司仍将积极推进加盟下沉战略部署, 参考投资者关系互动平台披露, 公司计划 2023 年净增加加盟门店 200+, 门店数有望于 2025 年超过 2000 家。

表 5: 潮宏基分渠道情况一览

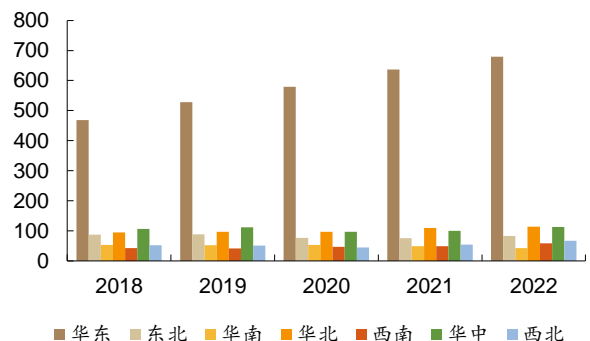
分渠道拆分	2018	2019	2020	2021	2022
自营收入 (亿元)	26.17	26.93	23.77	31.07	28.45
Yoy	2.22%	2.89%	-11.72%	30.71%	-8.43%
占比	80.57%	76.00%	73.93%	67.01%	64.40%
毛利率	41.18%	40.20%	38.75%	37.22%	34.10%
代理收入 (亿元)	5.78	7.42	7.27	13.44	14.81
Yoy	18.89%	28.49%	-2.09%	84.84%	3.29%
占比	17.79%	20.96%	22.61%	30.92%	33.52%
毛利率	28.32%	27.02%	23.97%	22.43%	23.66%
批发收入 (亿元)	0.11	0.54	0.52	0.88	0.86
Yoy	-18.97%	394.74%	-3.54%	68.15%	-2.36%
占比	0.34%	1.53%	1.62%	1.89%	1.94%
毛利率	12.65%	12.47%	14.70%	9.93%	10.07%

资料来源: Wind, 公司年报, 德邦研究所

推动省代模式, 加速分地区结构化渗透。公司通过省代模式进行加盟门店拓展, 由加盟商开设品牌专营店进行人、财、物的支配, 并在全年目标、经营规范、配货比重、销售策略等方面按照公司统一管理模式进行经营。加盟商进货方式可直接向潮宏基采购货品确认销售或向指定供应商采购缴纳品牌使用费。通过省代模式, 公司迅速实现核心区域的网点加密与新市场的渠道开拓, 当前终端门店分布相对集中, 2022 年华东区域门店占比达 58.6%, 东北/华南/华北/西南/华中/西北等六大区域门店数量占比约 7.2/3.7/9.8/5.1/9.8/5.8%。公司主张在华东成熟市场主抓三四线渠道下沉, 于成长区域整体借助新老代理商地方性资源及人脉加速渗透, 积极储备拓店资源配套保障。2023H1, 华东/东北/华南/华北/西南/华中/西北地区净增加加盟店 71/9/-5/8/10/17/13 家, 合计净增 123 家。

图 36: 潮宏基门店地区分布占比 (单位: %)


资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 37: 潮宏基门店地区分布数量 (家)


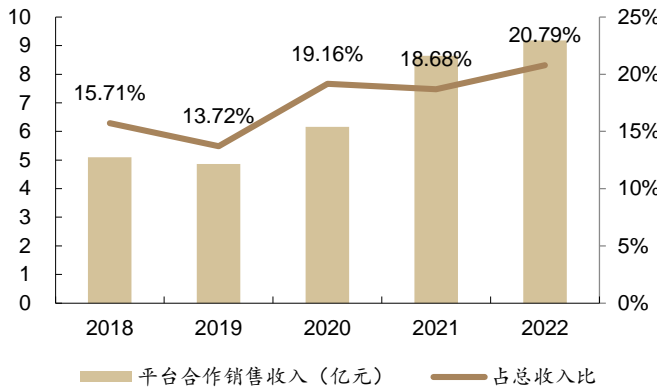
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

数字化赋能加盟体系, 全面打通人货场零售要素。潮宏基于十年前已开始搭建数字化工程, 并于在 2006 年成为国内首家使用 SAP-ERP 系统的珠宝企业。丰富的数字化经验让潮宏基在 2020 年初疫情来临、经营受阻情况下, 快速响应上线智慧云店, 1 个月内即实现门店 100% 覆盖。当前 CHJ 智慧云店已完成 3.0 版本迭代, 覆盖终端所有门店, 可用于加盟商进行获客、线上成交、门店和供应商管理, 方便导购对用户进行全生命周期的跟踪。同时完成供应商订单供应模式和供应链智能优化项目, 可助力渠道实现智能补货、SKU 管理、销售预测等功能, 赋能代理商资金周转效益。数字化体系将运营模式由单纯产品渠道驱动转向以用户为导向的高质量发展, 至 2023H1 公司已积累超 1700 万精致用户。

千店千云店, 用户-加盟商-总部多端受益。1) 用户端: 提升消费便捷度, 可实现线上选品-导购服务-门店预约-到店消费, 以及线上选品-导购服务-线上下单两条消费路径, 按需选择消费方式, 有助于提升终端品牌认可和产品信赖。2) 加盟

商端：云店与实体门店对应机制保障加盟商线上+线下流量体系，避免分流；同时加盟商可线上直接对接供应商，智能补货、预测 SKU 销售；叠加客户提前线上选品缩短了店内服务时间，可提升门店营运效率。3) 总部：数字化管理可监控门店流水情况，在品类/款式等销售策略方面对加盟商提出及时管控要求，有助于维持优质品牌形象。

图 38：线上渠道收入占比（不含自建平台）



资料来源：公司年报，德邦研究所

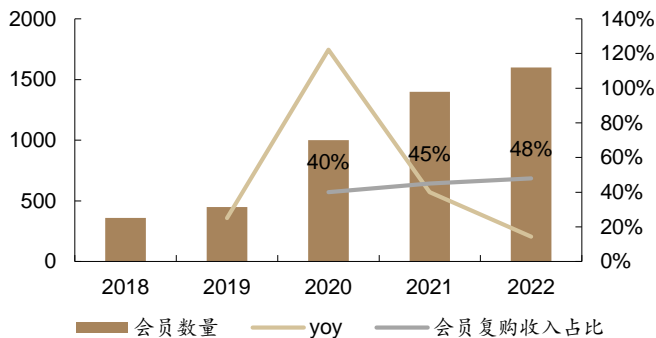
图 39：潮宏基 2022 年 4 月 28 日新品发布会海报及战绩



资料来源：公众号宝创家，德邦研究所

全域经营线上新渠道，深耕触点建设。公司不断扩大全域营销版图，通过自建平台以及与天猫、京东、唯品会等第三方平台合作打开新增长空间，与电商平台合作的线上渠道收入占比已由 2018 年 15.71% 增长至 2022 年 20.79%。2020 年疫情期间企业经营受限，潮宏基把握线上机会，深耕触点建设私域平台。在私域阵地共直播十余次，累计 GMV 近 8000 万。公司综合考虑产品定位和平台优势，2020 年上半年与一线主播李佳琦合作，2021 年新品发布会+年中大赏，两场直播累计 GMV 超 1.3 亿，观看量 200 万+。2022 年 4 月别出心裁推出线上元宇宙新品发布会，单场 GMV 超 3217 万，互动量 200 万+。从消费者角度来看，2018-2022 年公司已积累忠实会员用户 360/450/1000/1400/1600 万人，2020-2022 年会员用户复购收入占比分别为 40%/45%/48%，展现极高消费粘性。

图 40：会员数量及复购收入占比（单位：万人，%）



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 41：潮宏基×腾讯珠宝行业首场公私域联动直播（2021.3.25）



资料来源：公众号潮宏基珠宝，德邦研究所

3.3. 产品力：花丝非遗引领新潮，镶嵌布局提振盈利

“东方之珠”，非遗工艺独具匠心。公司高度重视非遗花丝工艺传承，将拥有两千多年历史的传统宫廷技艺融于产品设计。2009 年就成立花丝工作室，培养了近百名年轻优秀工匠，利用精雕、空管、炫彩等工艺推动珠宝开发。潮宏基“花丝孔雀”摆件荣获第十届珠宝首饰设计制作大赛年度工艺大奖；“蝶舞”以及“金鳌花双喜圆寿字茶碗”等摆件均斩获“天工精制”国际时尚珠宝设计大赛各项大奖；“东方妆

奩”首饰盒融合古代女子管皮箱与花丝镶嵌传统枣花锦纹样的巧思，获 2023 亚洲设计奖。

表 6：潮宏基分产品情况一览

分产品拆分	2018	2019	2020	2021	2022
珠宝首饰收入 (亿元)	21.10	22.93	22.12	27.76	24.82
Yoy	6.65%	8.65%	-3.54%	25.50%	-10.60%
占比	64.98%	64.72%	68.79%	59.87%	56.18%
毛利率	46.58%	44.18%	39.77%	38.10%	35.27%
传统黄金首饰收入 (亿元)	7.24	8.07	6.51	12.84	14.45
Yoy	1.21%	11.51%	-19.37%	97.21%	12.56%
占比	22.29%	22.79%	20.24%	27.69%	32.71%
毛利率	5.79%	6.91%	9.60%	10.13%	9.23%
其他饰品收入 (亿元)	0.13	0.34	0.25	0.33	0.33
Yoy	5.06%	168.89%	-26.56%	33.73%	-0.23%
占比	0.39%	0.96%	0.77%	0.72%	0.75%
毛利率	16.8%	25.58%	37.39%	32.27%	24.60%
皮具收入 (亿元)	3.59	3.55	2.68	4.45	3.24
Yoy	1.44%	-1.07%	-24.36%	65.92%	-27.16%
占比	11.05%	10.02%	8.35%	9.61%	7.34%
毛利率	60.14%	59.82%	56.47%	60.23%	63.55%

资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

以黄金传承古典，K 金创新时尚。潮宏基着力传统工艺的时尚化改造，产品结构为以极具时尚感、高毛利的 K 金产品为主，黄金产品为辅，2022 年时尚珠宝/黄金饰品收入占比各 56.18%/32.71%。K 金产品通常颜色更为绚丽，且由于硬度高可用于镶嵌工艺，款式更具设计感，高度贴合都市时尚女性的审美诉求，奠定了品牌时尚年轻化基调。黄金产品则高度重视工艺提升和文化赋新，目前在研项目有 5 项专注于贵金属编制、质感打造和黄金硬度提升。“花丝风雨桥”系列在采用五股鱼骨编织法的同时，攻克了传统花丝镶嵌中的“柔固并存”，表面进行丝绒金及镶钻处理，赋予产品现代时尚感。

表 7：黄金相关工艺研发项目

项目名称	进展	目标
具有镂空效果的空管类贵金属制品研制	完成	开发出的空管类贵金属制品(具有镂空效果)整体图案精细，薄控制厚度 $\leq 0.3\text{mm}$ 。
具有丝绒质感视觉效果的贵金属表面处理技术研制	在研	提升制品的视觉饱和度和显色度，形成柔和华丽的光泽感，给用户带来丝绒质感视觉效果，提升产品耐磨度。
贵金属网纱管高速编织技术	在研	实现以 20~100 股直径小于 0.2mm 的贵金属细丝线快速缠绕编织，成品具有凹凸、起伏、隐现、虚实的三维视觉效果
贵金属表面绒毛效果纹理处理工艺	在研	以冲压形式代替手工篆刻，实现快速标准化生产；绒毛粗细直径约为 0.02~0.10mm，约为手工篆刻的五分之一，可实施标准化生产
高纯黄金硬度增强技术开发	在研	过硬金粉改变黄金融化-凝结过程，使得黄金原子连接结构重新组合，提升维氏硬度至 80~100(为传统黄金维氏硬度 30~40 的一倍以上)，黄金纯度 99.9%以上

资料来源：公司年报，德邦研究所

图 42: 潮宏基 K 金产品示意图



资料来源: 潮宏基珠宝官网, 德邦研究所

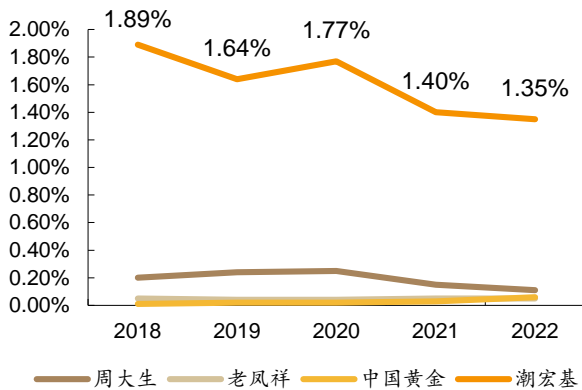
图 43: 潮宏基黄金产品示意图



资料来源: 潮宏基珠宝官网, 德邦研究所

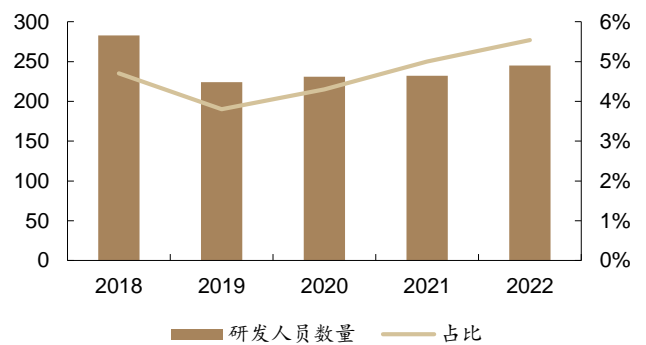
注重原创设计, 打造产品独特东方印记。潮宏基坚持“以设计领先, 质量、工艺取胜”的产品差异化战略, 早在 2001 年就自建团队致力于产品差异化, 研发费用率处于较高水平, 2022 年公司研发费用率微降 0.05pct 至 1.35%, 依然远高于同业水平。公司整合提升内部研发设计能力的同时积极与外部独立设计师合作, 目前拥有国内外注册商标及专利超 1500 项, 历年推出的“凤影”“鼓韵”“京粹”“国色”“祥扣”“善缘”“花丝糖果”“竹”等具有中国元素的系列产品常销不衰, 传统非遗文化、东方美学与现代时尚完美融合, 塑造 sku 差异性的同时也丰富了品牌特有内涵。

图 44: 珠宝企业研发费用率对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所

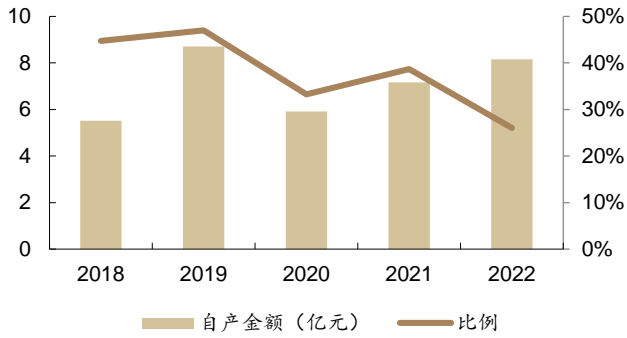
图 45: 潮宏基 2018-2022 研发人员数量占比



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

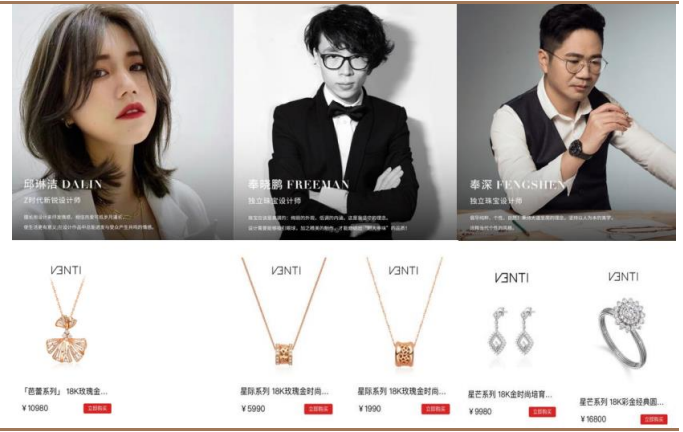
自产与外协加工相结合, 分品类差异化运作。潮宏基采取自产与外协加工相结合的生产方式, 其中内部生产主要采用按库存量与按订单相结合的模式。目前时尚珠宝首饰中的镶嵌类及素金产品主要由自有工厂进行生产, 传统黄金首饰则主要采用外协加工的方式进行生产; 2020-2022 年, 潮宏基珠宝业务中的自产模式产品金额分别为 5.92/7.17/8.16 亿元, 占比分别为 33.24%/38.65%/26.02%。

图 46: 潮宏基 2018-2022 自产产品金额及所占比例



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 47: Venti 与独立设计师合作



资料来源: Venti 云店小程序, 德邦研究所

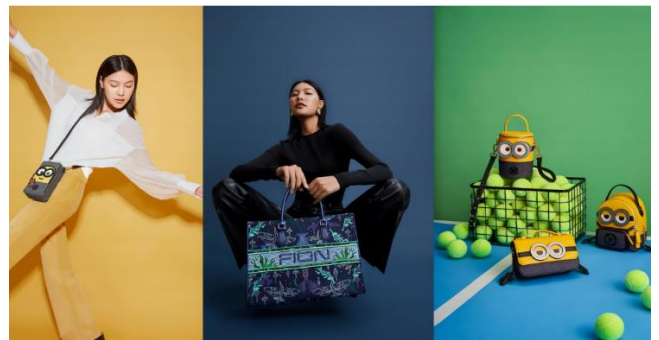
贴合年轻化消费需求, IP 联名持续塑造产品张力。《2021 国潮骄傲搜索大数据》显示, 国潮在过去十年关注度上涨 528%; 近五年中国品牌搜索热度占品牌总热度比例也从 45% 提升至 75%, 达海外品牌三倍, 而 2021 年国潮追随者中 90 后和 00 后占比达 74.4%。伴随消费群体迭代、Z 世代消费水平逐渐提高, 潮宏基有望凭借符合国风潮流趋势的优质产品进一步提升市场份额。同时公司通过 IP 联名为产品系列注入全新活力, 菲安妮在《阿凡达: 水之道》上映之际推出阿凡达 IP 产品系列“深海谧境”和“天池幻境”, 潮宏基珠宝新签“三丽鸥”人气角色, 推出“大耳狗”、“酷洛米”和“美乐蒂”三个 IP 系列, 吸引年轻群体粉丝和 IP 相关增量目标新客群。

图 48: 潮宏基珠宝三丽鸥 IP 系列



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 49: 菲安妮 IP 联名系列



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

Venti 培育钻率先试水, Cèvol 正式铺货上线。继豫园股份、曼卡龙、中国黄金等品牌纷纷入局培育钻后, 公司敏锐洞察市场机会, 2022 年 5 月起通过 VENTI 试水培育钻石产品。2022 年 8 月, 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, 旗下品牌 Cèvol 淘宝、天猫旗舰店已上线, 推出了生而闪耀、光芒、光影、宝藏、叠曜、引力珍藏等产品系列, 线下店铺也将在北京、上海陆续登陆。目前 Cèvol 与 Venti 培育钻产品相比, 定价区间大致重叠, 但由于 Cèvol 专注培育钻领域, 款式及应用场景更为丰富。Cèvol 铺货进程还在逐渐推进, 部分高单价的大颗粒/彩钻饰品尚未上线, 预计在售培育钻饰品高端款式数量还会持续提升。

图 50: Venti 与 Cèvol 培育钻产品对比



资料来源: Cèvol 淘宝旗舰店、Venti 云店、各品牌官网、德邦研究所; 注: (价格区间由 Cèvol 淘宝旗舰店及 Venti 云店主要产品价格进行测算)

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设与收入预测

按业务划分，我们分别对不同产品线进行收入拆分与假设：

- 珠宝业务：加盟体系低基数高增，直营门店有序扩张。**预计黄金珠宝板块收入在 2023-2025 年增速 29.7%/25.0%/19.5%，分别实现收入 51.4/64.2/76.7 亿元。

直营渠道：新开门店与结构调整下稳健成长。直营渠道同时进行新店扩展与转加盟调整，假设 2023-2025 年间直营门店数维持不变，平均单店收入增长 16%/12%/8%，期间毛利率受黄金饰品比重上升有所下行，预计实现营收 17.8/19.9/21.5 亿元。

加盟渠道：疫后复苏与同店增长并行，凸显业绩高增。考虑渠道下沉与门店拓展，叠加已有同店疫后复苏，我们假设公司 2023-2025 年新开加盟门店 240/270/300 家，对应期末加盟总店数达 1074/1344/1644 家。

线上渠道：把握珠宝电商化与时尚化红利期。公司积极加速线上多平台布局，预计 2023-2025 年收入达 12.1/14.6/16.9 亿元。

- 皮具业务：考虑品牌年轻化战略和疫后复苏，**假设皮具板块收入在 2023-2025 年增速分别为 20%/12%/8%，2023-2025 年毛利率维持在 64%。

综上假设，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 57.0/70.7/84.1 亿元，同比增速分别为 28.9%/24.2%/18.9%，整体毛利率 30.4%/29.7%/29.3%，归母净利润 4.1/5.1/6.1 亿元，同比增长 104.7%/24.4%/20.8%。

表 8：公司 2023-2025 年盈利预测拆分（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	46.4	44.2	57.0	70.7	84.1
yoy	44.2%	-4.7%	28.9%	24.2%	18.9%
毛利率	33.4%	30.2%	30.4%	29.7%	29.3%
黄金珠宝	40.9	39.6	51.4	64.2	76.7
yoy	-1.7%	1.5%	29.7%	25.0%	19.5%
时尚珠宝首饰	27.8	24.8	30.8	37.2	43.7
yoy	25.5%	-10.6%	24.1%	20.8%	17.4%
毛利率	38.1%	35.3%	36%	37%	37%
传统黄金首饰	12.8	14.5	20.1	26.5	32.5
yoy	97.2%	12.6%	39.3%	31.5%	22.5%
毛利率	10.1%	9.2%	11%	10%	10%
皮具	4.5	3.2	3.9	4.4	4.7
yoy	65.9%	-27.2%	20%	12%	8%
毛利率	60.2%	63.6%	64%	64%	64%
其他收入	1.3	1.7	1.7	2.2	2.7
毛利率	83.0%	82.6%	83%	83%	83%
直营门店数	365	324	324	324	324
Yoy	-19.6%	-11.23%	-	-	-
单店收入（万元）	615	594	548	614	663
同店增长（%）	58.43%	-3.27%	16%	12%	8%
加盟门店数	711	834	1074	1344	1644
Yoy	36.5%	17.3%	28.8%	25.1%	22.3%

资料来源：公司公告，德邦研究所

4.2. 估值分析与投资建议

潮宏基融汇经典与时尚，为我国卓越的新潮珠宝设计品牌，积极拓展加盟体系推进渠道加密与下沉，体量低基数下成长性领先同业。短期显著受益于金价上行与线下复苏机遇，长期有望凭借品牌优势与设计亮点贴回国潮与悦己消费浪潮。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 57.0/70.7/84.1 亿元，同比增速分别为 28.9%/24.2%/18.9%，归母净利润 4.1/5.1/6.1 亿元，同增 104.7%/24.4%/20.8%，选取老凤祥、周大生、周大福、中国黄金、曼卡龙等珠宝品牌为可比公司，潮宏基的估值水平在成长性与品牌势能加持下仍有提升空间，我们首次覆盖并给予“买入”评级。

表 9：行业可比公司估值水平

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600612.SH	老凤祥	356	68.04	23.23	26.73	30.45	15.3	13.3	11.7
002867.SZ	周大生	167	15.25	13.85	16.42	19.05	12.1	10.2	8.8
1929.HK	周大福	1047	11.54	69.59	80.90	91.44	15.0	12.9	11.5
600916.SH	中国黄金	165	9.84	10.22	12.23	14.10	16.2	13.5	11.7
300945.SZ	曼卡龙	37	14.01	0.90	1.04	1.16	40.9	35.3	31.7
行业平均							19.9	17.0	15.1
002345.SZ	潮宏基	60	6.74	4.08	5.07	6.13	14.7	11.8	9.8

资料来源：Wind，德邦研究所；注：股价以 2023.12.28 收盘价为基准；注：周大福收盘价为港元，财务数据为 FY2024-2026

5. 风险提示

- 行业竞争加剧：竞争恶化易导致公司盈利能力下滑。
- 终端需求疲软：销量与需求下滑影响公司收入增长。
- 商誉减值风险：并购标的经营不善计提商誉减值。
- 渠道拓展受限：线下加盟渠道门店拓展不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.46	0.57	0.69
每股净资产	3.99	4.27	4.84	5.53
每股经营现金流	0.47	0.12	0.43	0.12
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	23.47	14.85	11.93	9.87
P/B	1.32	1.60	1.41	1.23
P/S	1.37	1.06	0.86	0.72
EV/EBITDA	10.88	12.01	9.27	7.86
股息率%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	30.2%	30.4%	29.7%	29.3%
净利润率	4.6%	7.3%	7.3%	7.4%
净资产收益率	5.6%	10.8%	11.8%	12.5%
资产回报率	3.6%	6.8%	7.2%	7.8%
投资回报率	6.1%	8.9%	10.1%	10.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.7%	28.9%	24.2%	18.9%
EBIT 增长率	-26.3%	54.2%	25.2%	19.4%
净利润增长率	-43.2%	104.7%	24.4%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	35.3%	36.0%	37.6%	36.8%
流动比率	2.4	2.3	2.2	2.3
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	19.8	18.9	19.0	19.3
存货周转天数	314.7	261.1	241.5	238.8
总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1
固定资产周转率	13.2	12.4	13.4	13.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	199	408	507	613
少数股东损益	6	8	10	13
非现金支出	200	22	22	23
非经营收益	4	-8	-14	-14
营运资金变动	6	-320	-146	-525
经营活动现金流	414	111	380	109
资产	-62	-114	-123	-150
投资	1	0	0	0
其他	-17	22	28	27
投资活动现金流	-79	-91	-95	-123
债权募资	-5	13	0	0
股权募资	7	11	0	0
其他	-256	-194	-22	-22
融资活动现金流	-253	-169	-22	-22
现金净流量	84	-149	263	-36

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,417	5,696	7,074	8,412
营业成本	3,084	3,963	4,976	5,945
毛利率%	30.2%	30.4%	29.7%	29.3%
营业税金及附加	78	100	124	147
营业税金率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	774	974	1,160	1,346
营业费用率%	17.5%	17.1%	16.4%	16.0%
管理费用	91	108	127	151
管理费用率%	2.1%	1.9%	1.8%	1.8%
研发费用	60	74	88	101
研发费用率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
EBIT	330	509	638	761
财务费用	30	2	7	-1
财务费用率%	0.7%	0.0%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-83	0	0	0
投资收益	19	23	28	27
营业利润	252	507	631	763
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	252	507	631	763
EBITDA	445	532	660	784
所得税	47	91	114	137
有效所得税率%	18.5%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	6	8	10	13
归属母公司所有者净利润	199	408	507	613

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	650	501	764	728
应收账款及应收票据	266	332	413	491
存货	2,665	3,082	3,594	4,294
其它流动资产	328	417	443	468
流动资产合计	3,910	4,332	5,214	5,981
长期股权投资	195	195	195	195
固定资产	427	491	565	665
在建工程	28	38	48	58
无形资产	29	51	74	101
非流动资产合计	1,644	1,676	1,784	1,920
资产总计	5,553	6,008	6,998	7,901
短期借款	439	439	439	439
应付票据及应付账款	144	187	235	281
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,066	1,223	1,647	1,879
流动负债合计	1,650	1,849	2,321	2,599
长期借款	279	279	279	279
其它长期负债	33	33	33	33
非流动负债合计	312	312	312	312
负债总计	1,962	2,161	2,633	2,911
实收资本	889	889	889	889
普通股股东权益	3,542	3,790	4,298	4,910
少数股东权益	49	57	68	80
负债和所有者权益合计	5,553	6,008	6,998	7,901

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。