

潮宏基 (002345.SZ)

强烈推荐 (维持)

差异化产品&定位驱动增长, 25Q1 业绩超预期

公司 2024 年营收+10%、剔除商誉减值后归母净利润-5%，25Q1 营收+25%、归母净利润+44%，一季度业绩超预期，预计主要系品牌年轻时尚定位及差异化产品力得到认可，IP 串珠、臻金梵华等系列产品拉动终端动销。同时加盟渠道扩张，2024 年珠宝业务净增 111 家门店、其中加盟店净增 147 家，2024 年加盟代理收入+32%，2025 年预计渠道稳步扩张。由于公司 2024 年已对 FION 计提大额商誉减值，预计 2025 年减值相对有限，且由于 25Q1 业绩增长超预期，产品差异化&渠道扩张有望继续驱动全年增长，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.65 亿、5.23 亿、5.84 亿，对应 2025PE18.9X，维持“强烈推荐”评级。

□ 2024 年商誉减值影响净利润，25Q1 业绩超预期。1) 2024 年，公司实现营业收入 65.18 亿元，同比+10.48%；归母净利润 1.94 亿元，同比-41.91%，主要系对 FION 计提商誉减值准备 1.77 亿元，剔除商誉减值影响后，归母净利润同比-5.11%。2024 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.5 元(含税)，总计派发现金约 2.22 亿元。2) 25Q1，实现营业收入 22.52 亿元，同比+25.36%；归母净利润 1.89 亿元，同比+44.38%；扣非净利润 1.88 亿元，同比+46.17%，业绩增长超预期。

□ 传统黄金产品逆势快速增长，差异化产品力得到验证。分品类看，2024 年时尚珠宝产品实现营业收入 29.70 亿元，同比微降 0.63%；传统黄金产品营收 29.49 亿元，同比+30.21%；皮具 2.74 亿元，同比-27.04%；代理品牌授权及加盟服务 2.63 亿元，同比+22.84%。2024 年及 25Q1 收入均逆势增长，预计主要系潮宏基的年轻时尚品牌定位及差异化产品力得到认可，IP 串珠、臻金梵华等系列产品拉动终端动销。

□ 加盟渠道扩张，收入增速较快。2024 年潮宏基珠宝业务净增 111 家门店，其中新增 326 家，撤店 215 家，年末珠宝门店总数达 1511 家。其中，加盟店净增 147 家至 1272 家，自营店净减少 36 家至 239 家。2024 年自营收入 30.17 亿元，同比-7.40%；加盟代理收入 32.84 亿元，同比+32.35%；批发收入 1.91 亿元，同比+41.31%。2025 年预计加盟开店势头延续，有望驱动加盟收入进一步增长。

□ 产品及渠道结构变化影响毛利率，但 25Q1 费用率随收入扩张明显摊薄，净利率水平提升。1) 2024 年销售毛利率为 23.60%，同比-2.47pct，主要由于毛利率相对较低的加盟代理渠道(毛利率 17.25%)和传统黄金产品(毛利率 9.10%)收入占比提升所致。费用方面，2024 年销售费用率为 11.69%，同比-2.34pct；管理费用率为 2.07%，同比-0.06pct；研发费用率为 1.04%，同比-0.02pct。2) 2025Q1 销售毛利率为 22.93%，同比-1.99pct，预计依旧受收入结构变化影响。费用率受收入规模提升有明显摊薄，25Q1 销售费用率 8.76%，同比-2.63pct；管理费用率 1.30%，同比-0.50pct；研发费用率 1.03%，同比+0.15pct 略有提升。整体 25Q1 销售净利率 8.43%，同比+1.08pct。

□ 盈利预测与投资建议。公司定位东方时尚，差异化品牌及产品定位顺应年轻悦

消费品/商业
目标估值: NA
当前股价: 9.89 元

基础数据

总股本(百万股)	889
已上市流通股(百万股)	867
总市值(十亿元)	8.8
流通市值(十亿元)	8.6
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	41.6%
主要股东	汕头市潮鸿基投资有限公司
主要股东持股比例	28.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	101	69
相对表现	24	104	65



相关报告

- 《潮宏基 (002345) —收入端显韧性，产品及渠道力持续强化》 2024-11-02
- 《潮宏基 (002345) —逆势增长，门店持续扩张》 2024-08-28
- 《潮宏基 (002345) —渠道加速布局，加盟模式持续发力》 2024-05-03

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

王雪玉 研究助理

wangxueyu@cmschina.com.cn

己消费趋势，当前终端销售明显跑赢行业；同时拓店空间充足，加盟渠道有望加速扩张；渠道+产品双驱动下，业绩增长可期。由于公司 2024 年已对 FION 计提较大额商誉减值，预计 2025 年减值相对有限，且由于 25Q1 业绩增长超预期、全年趋势较好，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.65 亿、5.23 亿、5.84 亿，对应 2025PE18.9X，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：消费需求不及预期，行业竞争加剧，拓店不及预期，金价波动。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5900	6518	7871	9319	10705
同比增长	34%	10%	21%	18%	15%
营业利润(百万元)	403	235	564	634	708
同比增长	60%	-42%	140%	12%	12%
归母净利润(百万元)	333	194	465	523	584
同比增长	67%	-42%	140%	12%	12%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.52	0.59	0.66
PE	26.4	45.4	18.9	16.8	15.0
PB	2.4	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4061	4168	5323	6267	7235
现金	643	379	730	833	1000
交易性投资	70	101	101	101	101
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	286	364	439	520	597
其它应收款	37	33	40	47	54
存货	2688	2894	3531	4196	4828
其他	336	399	482	570	655
非流动资产	1676	1576	1485	1403	1330
长期股权投资	198	171	171	171	171
固定资产	530	449	422	396	373
无形资产商誉	710	527	475	427	384
其他	238	430	418	409	402
资产总计	5737	5745	6807	7670	8565
流动负债	1694	2008	2976	3521	4062
短期借款	333	332	1073	1332	1601
应付账款	116	203	247	294	338
预收账款	89	83	101	120	138
其他	1156	1392	1555	1776	1986
长期负债	226	67	67	67	67
长期借款	196	36	36	36	36
其他	30	31	31	31	31
负债合计	1920	2075	3042	3587	4129
股本	889	889	889	889	889
资本公积金	1281	1295	1295	1295	1295
留存收益	1463	1346	1500	1884	2311
少数股东权益	186	140	81	15	(59)
归属于母公司所有者权益	3632	3530	3684	4067	4495
负债及权益合计	5737	5745	6807	7670	8565

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	615	435	19	60	145
净利润	330	169	406	457	511
折旧摊销	70	85	102	92	83
财务费用	37	37	41	68	83
投资收益	(3)	3	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	177	162	(528)	(555)	(529)
其它	4	(22)	(0)	0	0
投资活动现金流	(219)	(27)	(8)	(8)	(8)
资本支出	(206)	(105)	(10)	(10)	(10)
其他投资	(13)	78	2	2	2
筹资活动现金流	(369)	(629)	340	51	29
借款变动	(92)	(301)	692	259	269
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(65)	15	0	0	0
股利分配	(178)	(311)	(311)	(139)	(157)
其他	(34)	(32)	(41)	(68)	(83)
现金净增加额	27	(220)	351	103	167

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5900	6518	7871	9319	10705
营业成本	4362	4980	6077	7221	8309
营业税金及附加	91	92	111	131	151
营业费用	828	762	841	996	1144
管理费用	126	135	147	174	200
研发费用	63	68	82	97	112
财务费用	31	32	41	68	83
资产减值损失	(7)	(217)	(10)	0	0
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
其他收益	8	6	6	6	6
投资收益	3	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	403	235	564	634	708
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	403	236	564	635	709
所得税	73	67	158	178	198
少数股东损益	(3)	(24)	(59)	(66)	(74)
归属于母公司净利润	333	194	465	523	584

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	34%	10%	21%	18%	15%
营业利润	60%	-42%	140%	12%	12%
归母净利润	67%	-42%	140%	12%	12%
获利能力					
毛利率	26.1%	23.6%	22.8%	22.5%	22.4%
净利率	5.7%	3.0%	5.9%	5.6%	5.5%
ROE	9.3%	5.4%	12.9%	13.5%	13.7%
ROIC	8.0%	4.5%	9.7%	9.8%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	36.1%	44.7%	46.8%	48.2%
净负债比率	11.0%	7.2%	16.3%	17.8%	19.1%
流动比率	2.4	2.1	1.8	1.8	1.8
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3
存货周转率	1.6	1.8	1.9	1.9	1.8
应收账款周转率	21.4	20.1	19.6	19.4	19.2
应付账款周转率	33.6	31.3	27.0	26.7	26.3
每股资料(元)					
EPS	0.38	0.22	0.52	0.59	0.66
每股经营净现金	0.69	0.49	0.02	0.07	0.16
每股净资产	4.09	3.97	4.15	4.58	5.06
每股股利	0.25	0.35	0.16	0.18	0.20
估值比率					
PE	26.4	45.4	18.9	16.8	15.0
PB	2.4	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	24.1	35.9	15.8	14.1	12.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。