

潮宏基 (002345.SZ)

东方时尚珠宝，引领黄金珠宝行业新范式

潮宏基在 2024-2025 年黄金珠宝大盘下滑的情况下，实现了逆势快速增长。我们认为其具备年轻时尚与国潮高端兼具的差异化产品力、年轻客群的需求洞察及品牌运营能力，以及较为广阔的渠道空间。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.98 亿、6.30 亿、7.61 亿，对应 25PE27.1X、26PE21.4X，维持“强烈推荐”评级。

□ 黄金珠宝行业进入金价过高、饰品需求大盘下滑的阶段，但在存量竞争及常被诟病的“行业壁垒低、产品同质化”问题中，品牌在当下却呈现更为明显的分化：如老铺黄金、潮宏基、曼卡龙等今年终端销售突出，另外以周大福为首的传统龙头产品升级同样取得较好效果，而众多大众品牌仍未见明显改善。我们将这些品牌在此轮行业变化中能快速落地产品差异化，并取得终端良好反馈的原因概括为：对于产品和品牌力的长期重视和积累、品牌强于渠道的议价能力、以及持续地对消费需求和品牌运营的关注。在长期金价看涨，而产品升级不可逆的预期下，我们认为品牌分化将会延续。

□ 基于以下几方面的竞争优势，我们看好潮宏基持续跑赢行业。

1) 年轻时尚与国潮高端兼具的差异化产品力。一方面，公司将早期 K 金潮流的设计思路复制到黄金产品，并持续深化 IP 联名战略(哆啦 A 梦、三丽鸥等)，触达年轻消费群体，并通过 IP 宣传为整体品牌引流赋能。另一方面，品牌具备深厚的非遗花丝工艺基础，当下匹配国潮崛起趋势，通过自有的设计师团队+外部合作开发了非遗花丝、臻金、故宫文化系列等，受到消费者喜爱。

2) 年轻客群的需求洞察、广泛的线上传播及品牌运营。品牌目前主力消费人群中 80/90/00 后人群占比达 85%，其价格敏感性较大众客群更低，而产品个性化要求更高，刚好符合潮宏基的产品基因，同时定价也匹配目标客群的消费能力。持续吸引年轻时尚消费群体的背后，是数字化支撑的需求洞察和广泛的线上传播。公司 2020 年初实现千店千云店的智慧云店应用，连接品牌-消费者-门店(加盟商)，并积累消费行为数据，快速反哺供应链研发等各个环节。公司积极进行线上运营，由于 Z 世代掌握社交媒体中的发言权，潮宏基的客群定位自然带来线上传播的正反馈，品牌势能持续扩大。

3) 长期渠道空间广阔，优质门店模型吸引加盟商形成良性循环。当前品牌在华东区域门店数量/收入占比高，2024 年华东门店数占比 53%、收入占比 45%；长期看全国门店空间大，海外同样稳步拓展，马来西亚、泰国、柬埔寨已开店。同时当前潮宏基品牌明显更快的终端动销及较优的门店模型，会吸引优质加盟商开店，有望形成良性循环。

□ 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，初步预计 2025 年减值幅度低于去年，且由于 25Q1 业绩超预期、全年趋势较好，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027

强烈推荐(维持)

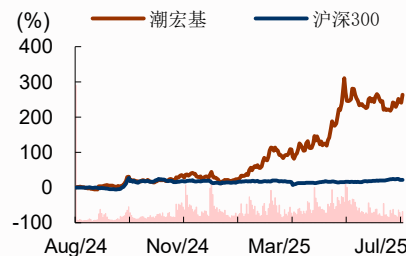
消费品/商业
目标估值: NA
当前股价: 15.16 元

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)	13.5
流通市值(十亿元)	13.1
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	-3	181	231
相对表现	-6	175	213



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《潮宏基(002345)——差异化产品&定位驱动增长, 25Q1 业绩超预期》2025-05-05
- 《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

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

年归母净利润分别为 4.98 亿、6.30 亿、7.61 亿,对应 25PE27.1X、26PE21.4X,维持“强烈推荐”评级。

- 风险提示: 金价波动的风险, 需求不及预期、行业竞争加剧的风险, 拓店不及预期的风险。

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	8168	9908	11575
同比增长	34%	10%	25%	21%	17%
营业利润(百万元)	403	235	638	807	975
同比增长	60%	-42%	171%	27%	21%
归母净利润(百万元)	333	194	498	630	761
同比增长	67%	-42%	157%	27%	21%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.56	0.71	0.86
PE	40.4	69.6	27.1	21.4	17.7
PB	3.7	3.8	3.6	3.3	3.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 潮宏基：近年聚焦珠宝主业，重回良性增长	5
二、 看好潮宏基持续跑赢行业	7
1、 2024 年以来金价快速上涨&渠道饱和，行业经历着结构性变革	7
(1) 2024 年后金价快速上涨抑制需求	7
(2) 需求分化：国际高奢及本土大众品牌下滑，老铺&潮宏基&周大福古法金镶嵌产品销售火爆	8
2、 潮宏基的 α ：差异化产品力、品牌运营及渠道空间	10
(1) 年轻时尚与国潮高端兼具的差异化产品力	10
(2) 年轻客群的需求洞察、广泛的线上传播及品牌运营	11
(3) 深耕华东，长期渠道空间广阔	12
三、 盈利预测与投资建议	13
四、 风险提示	14

图表目录

图 1：潮宏基营业收入及增速（亿元，%）	5
图 2：潮宏基归母净利润及增速（亿元，%）	5
图 3：潮宏基历史市值变动	6
图 4：潮宏基产品结构	6
图 5：潮宏基主要品类毛利率	6
图 6：黄金珠宝公司门店数量	7
图 7：潮宏基直营/加盟门店数量	7
图 8：现货价（伦敦市场）：黄金：美元/盎司	8
图 9：我国黄金首饰销售量及增速（吨，%）	8
图 10：历峰集团在大中华区分季度收入同比增速	8
图 11：历峰集团旗下主要品牌汇总	8
图 12：老凤祥单季度收入同比增速	9
图 13：周大生单季度收入同比增速	9
图 14：周生生半年度收入同比增速	9
图 15：六福集团半年度（财年）收入同比增速	9

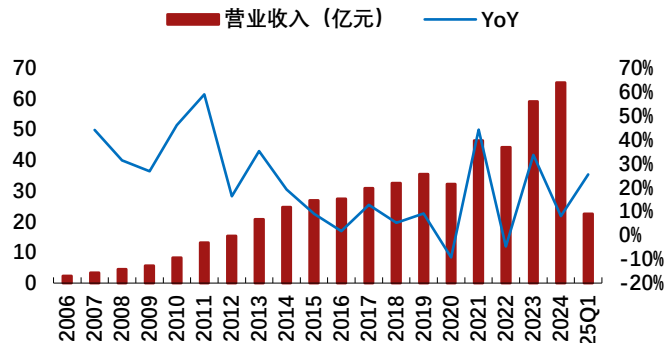
图 16: 潮宏基 IP 串珠产品 (小黄人、布丁狗、线条小狗等)、臻金梵华系列、故宫文化系列.....	10
图 17: 潮宏基花丝风雨桥、花丝如意系列首饰、花丝浪潮系列首饰.....	11
图 18: 潮宏基小红书营销/用户反馈.....	12
图 19: 潮宏基不同区域门店数量	12
图 20: 潮宏基不同区域收入占比	12
图 21: 潮宏基柬埔寨门店开业.....	13
表 1: 潮宏基收入拆分及预测.....	13
表 2: 潮宏基毛利率预测	14
附: 财务预测表.....	15

一、潮宏基：近年聚焦珠宝主业，重回良性增长

公司于 1996 年在汕头成立，1997 年正式创立潮宏基品牌，目前公司旗下重点经营潮宏基（珠宝）、Fion（女包）两大核心品牌。潮宏基品牌从创立之初就秉承传承与创新，致力于以原创设计与非遗工艺的现代应用引领中国珠宝时尚潮流，彰显东方之美。

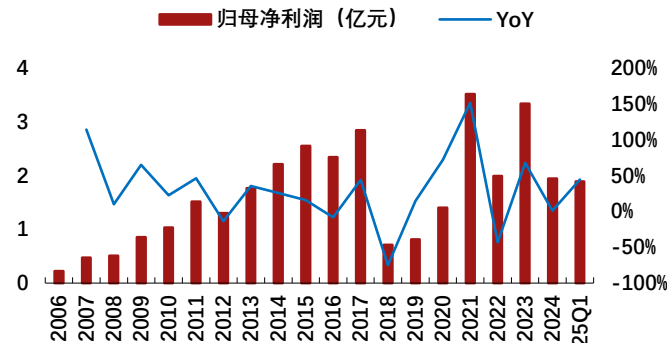
- **2014 年以前：发展珠宝主业。**1997 年创立时尚珠宝品牌“CHJ 潮宏基”，2003 年创立年轻潮流珠宝品牌“VENTI 梵迪”。2010 年潮宏基在深交所挂牌上市。此阶段核心发展珠宝业务，销售渠道以直营为主，2006-2014 收入 CAGR 为 34%，归母净利润 CAGR 为 33%。2014 年全资收购 FION 且并表（2012 年入股）。
- **2015-2019 年：短暂的战略变化，开始致力于打造她经济生态圈及多元业务拓展。**2015-2016 年投资跨境美妆电商拉拉米、医美 APP 更美、思妍丽（医美连锁），但效果上并未与主业形成协同，且后续发展不佳。2015-2019 年公司收入 CAGR 为 6%，归母净利润 CAGR 为 -35%，其中 2018-2019 年分别计提商誉减值 2.1 亿、1.5 亿导致归母净利润大幅下滑。
- **2019 年至今：开始重新聚焦珠宝+女包主业。**公司主动收缩业务，回归主业，拓展加盟渠道，开发智慧云店、开展内容营销和发展直播带货等。公司 2020-2023 收入 CAGR 为 13%，归母净利润 CAGR 为 19%。

图 1：潮宏基营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、招商证券

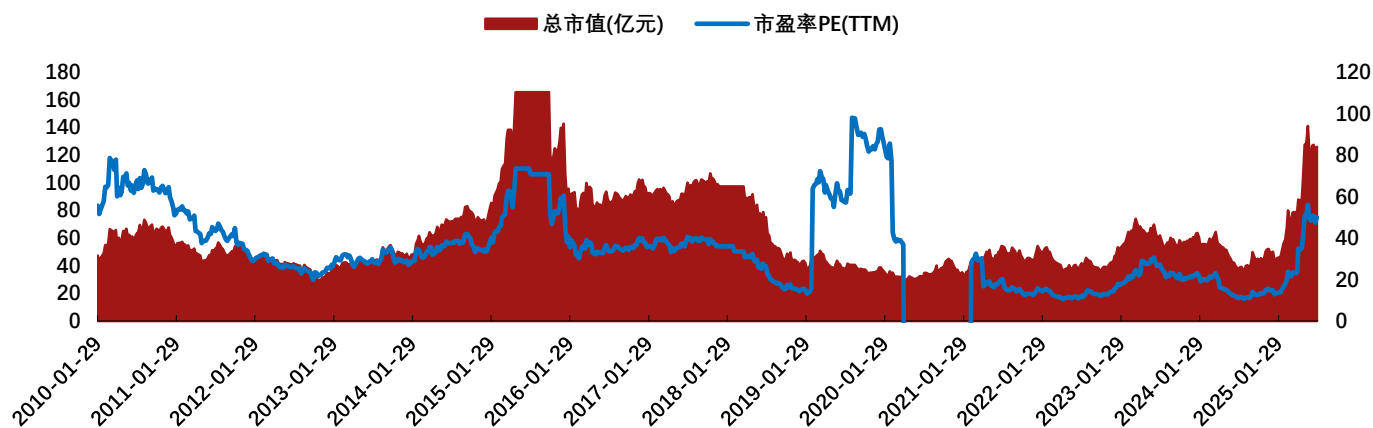
图 2：潮宏基归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、招商证券

复盘潮宏基上市以来的市值变动，2014-2015 年出现一波快速上涨，从 50 亿上升至近 170 亿，除了当时 A 股整体的系统性波动，公司当时主业相对稳健，外加进行多品牌、多业务打造时尚生活生态圈的战略布局，也形成基本面的利好。但后续由于业务拓展效果较差，2018-2019 年计提大额减值导致部分季度出现业绩亏损，市值再次出现下跌。此后公司市值在 30 亿~60 亿区间波动，直至 2025 年初，由于行业需求分化及其亮眼的终端表现，再次迎来市值快速增长。

图 3: 潮宏基历史市值变动

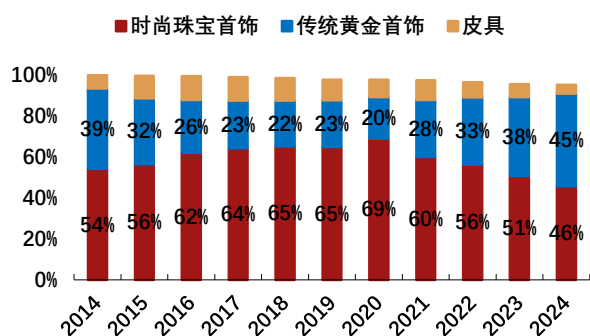


资料来源: Wind、招商证券

回归珠宝及女包主业后,公司在产品及渠道结构上均有转变,产品端随着黄金热潮,传统黄金首饰占比提升、以 K 金等为代表的时尚珠宝首饰占比下降;渠道端,加盟店占比明显提升。

产品结构: 传统黄金首饰占比提升。潮宏基目前的产品结构可分为时尚珠宝首饰、传统黄金首饰、皮具,其中时尚珠宝首饰包括 K 金、钻石、一口价黄金等。近年传统黄金首饰占比提升,24 年时尚珠宝首饰占比 46%、传统黄金首饰占比 45%。利润端,时尚珠宝首饰毛利率较传统黄金首饰更高,但由于品类内 K 金/钻石下滑、一口价黄金提升,因此时尚珠宝首饰毛利率较历史有所下行。

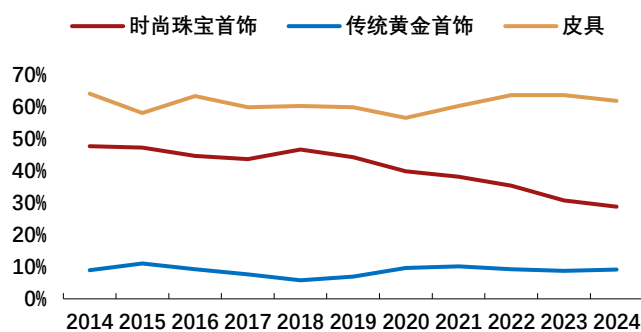
图 4: 潮宏基产品结构



资料来源: 公司公告、招商证券

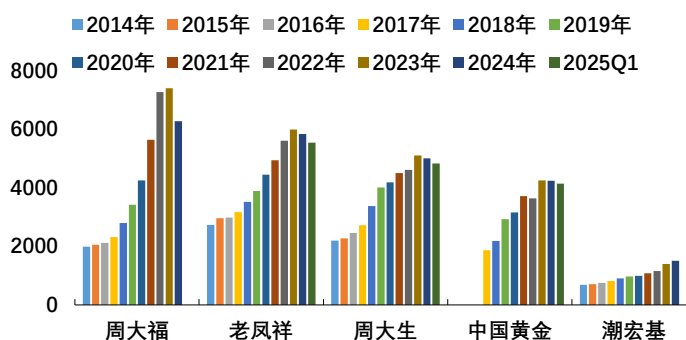
渠道结构: 加盟店占比提升。2019 年以前公司直营店数量高于加盟店数量,此后开始通过加盟拓展线下渠道,但总量较少、速度较慢,在友商每年百余家的扩张中基本保持几十家的净增长,直到 2023 年净增 243 家,2024 年净增 111 家门店至 1511 家。正是前期较慢的扩张速度让公司在 2024 年仍有渠道净增长,且中长期看较友商仍有较大开店空间。

图 5: 潮宏基主要品类毛利率



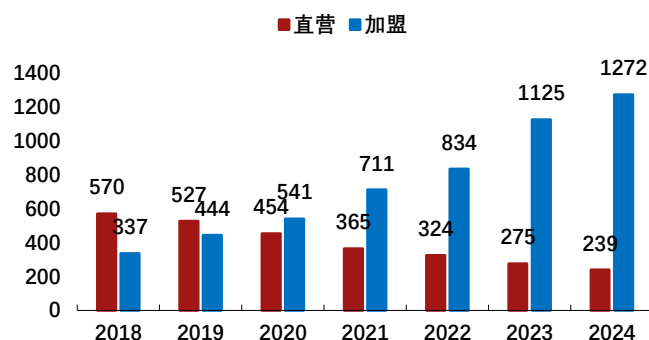
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 黄金珠宝公司门店数量



资料来源: 公司公告、招商证券。周大福为财年。

图 7: 潮宏基直营/加盟门店数量



资料来源: 公司公告、招商证券

二、看好潮宏基持续跑赢行业

1、2024 年以来金价快速上涨&渠道饱和，行业经历着结构性变革

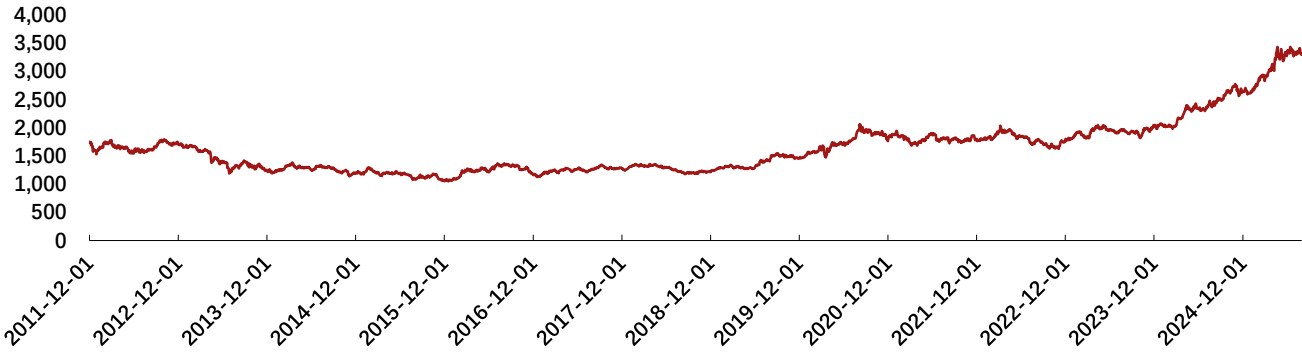
(1) 2024 年后金价快速上涨抑制需求

2011 年-2015 年: 渠道扩张驱动需求增长: 现货金(伦敦市场)价格在 2011 年 9 月 6 日达到了阶段性的高点 1895 美元/盎司, 随后快速下跌至 2015 年 12 月 17 日的 1049 美元/盎司。虽然长达 4 年的黄金下跌趋势, 但由于当时黄金珠宝消费处于品牌化升级过程中, 且品牌还处于渠道扩张阶段, 我国黄金首饰的消费量从 2011 年 457 吨快速增长至 2015 年 722 吨。

2016 年初至 2023 年: 金价慢牛&消费升级驱动黄金首饰需求量增长: 现货金(伦敦市场)价格从 2016 年的 1 月 4 日 1082 美元/盎司上涨至 2023 年 12 月 29 日 2062 美元/盎司。黄金首饰用金的消费量介于 600-700 吨之间(2020 年疫情影响下黄金首饰金的消费量减少到 491 吨)。可以看出在金价缓慢上涨, 居民购买力持续提升, 龙头品牌持续开店阶段, 整体黄金珠宝首饰消费处于量价齐升状态。

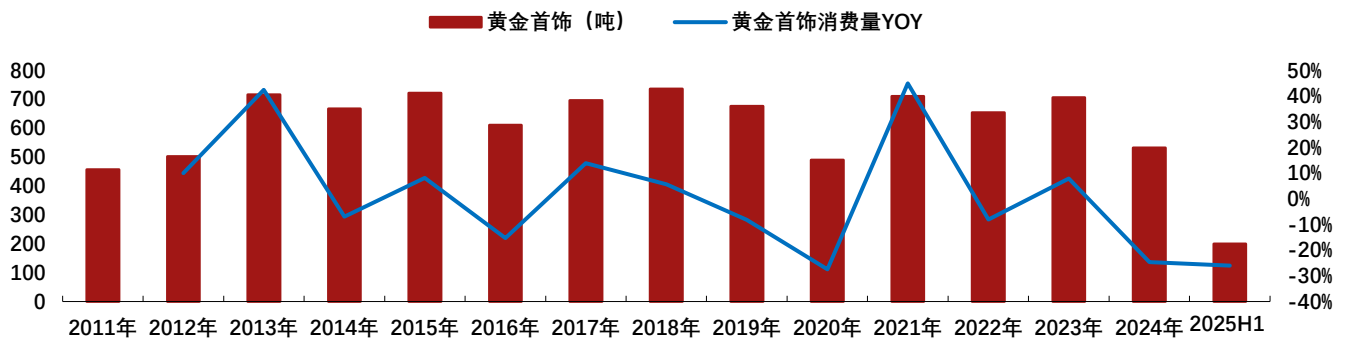
2024 年以来, 金价快速上涨导致黄金首饰需求总量下滑: 2024 年初至今, 金价从 2024 年 1 月 2 日的 2068 美元/盎司上涨至 2025 年 7 月 18 日的 3355 美元/盎司, 短期涨幅过快, 在消费疲软的大环境下, 黄金首饰用金的消费量在 2024 年下滑了 25%, 2025 年上半年, 我国黄金首饰消费量接近 200 吨, 同比下降 26%。

图 8: 现货价 (伦敦市场):黄金: 美元/盎司



资料来源: wind、招商证券

图 9: 我国黄金首饰销售量及增速 (吨, %)

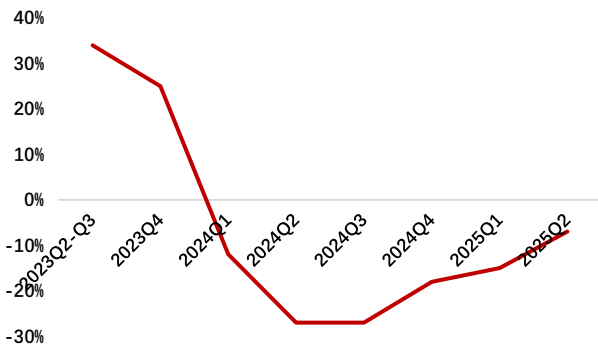


资料来源: wind、招商证券

(2) 需求分化: 国际高奢及本土大众品牌下滑, 老铺&潮宏基&周大福古法金镶嵌产品销售火爆

2024 年开始海外高奢珠宝在大中华区销售下滑。如瑞士历峰集团 2024 年 Q1 在大中华区销售收入下滑 12%，二季度及三季度均下滑 27%，从 24Q4 开始至今降幅逐渐收窄。

图 10: 历峰集团在大中华区分季度收入同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 历峰集团旗下主要品牌汇总

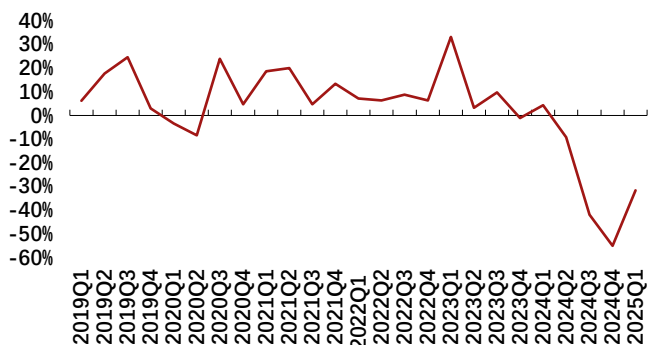


资料来源: 公司公告、招商证券

国内大众黄金珠宝品牌亦出现了明显的收入下滑。老凤祥 2024 年收入同比下滑 20.5%，25Q1 收入同比下滑 31.64%。周大生 2024 年收入同比下滑 14.73%，25Q1 收入同比下滑 47.28%。周生生 2024 年收入同比下滑 15.34%。六福集团

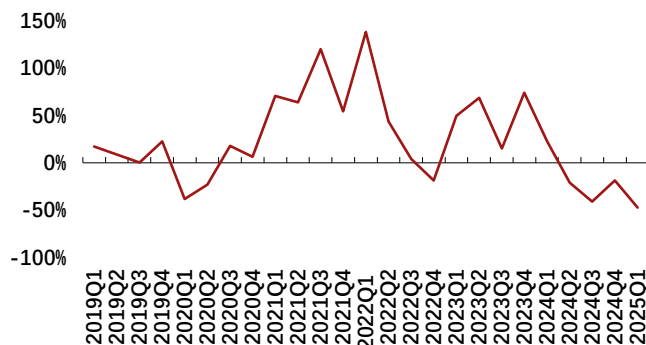
FY25H1 收入下滑 27%，FY25H2 收入下滑 0.16%。

图 12: 老凤祥单季度收入同比增速



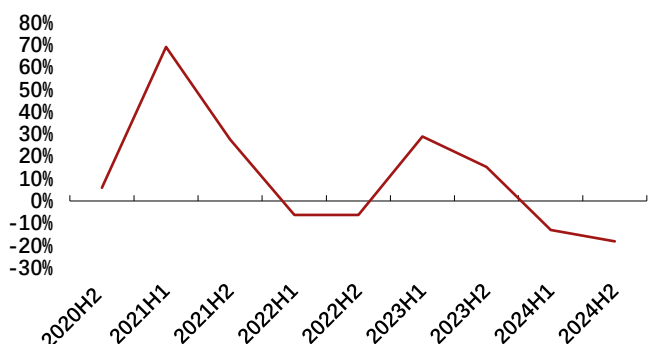
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 周大生单季度收入同比增速



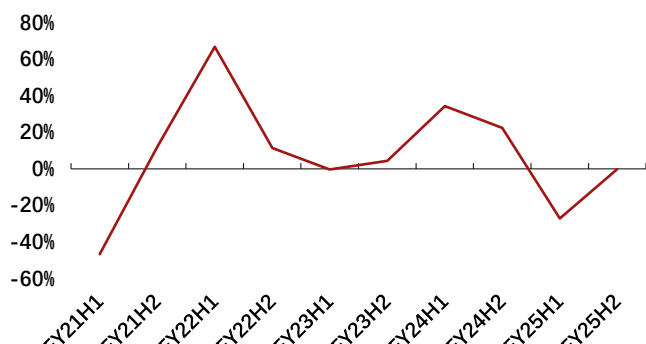
资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 周生生半年度收入同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 15: 六福集团半年度(财年)收入同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券(财年, 截止日为 3 月 31 日)

一直以来, 由于黄金珠宝的生产工艺相对其他行业较为简单、壁垒较低, 以及水贝模式产业集群的存在, 黄金珠宝产品的同质化常被诟病, 消费者对品牌之间的区分也并不清晰; 且前期行业基本为渠道驱动的商业模式, 供给端并没有动力重视产品并做出差异化。

但从 2024 年起金价高涨、消费意愿降低、终端疲软, 叠加老铺黄金爆火的催化, 行业从供需两端推动产品升级。消费者转向悦己, 对产品提出更高的设计和工艺要求; 品牌、加盟商和生产端一方面需要满足消费者的需求, 另一方面也认识到黄金首饰消费量的下滑难以抑制, 因此希望通过升级产品来赚取更高的工费、增厚利润。

从结果上来看, 不同品牌的表现差异明显, 如老铺黄金、潮宏基、曼卡龙等今年终端销售突出, 另外以周大福为首的传统龙头产品升级同样取得亮眼效果(传福、故宫系列等)。尽管其中有金价上涨、消费者传统保值观念的因素, 但这些表现明显好于行业的品牌的确在工艺提升、传统文化融合等方面做出产品力的升级。在行业生产壁垒低这一问题长期存在的背景下, 我们将这些品牌能落地产品差异化, 并取得终端良好反馈的原因概括为: 对于产品力和品牌力的长期重视和积累, 品牌强于渠道的议价能力(产品可以按规划快速铺向终端), 以及持续地对消费需求和品牌运营的关注。在长期金价看涨, 而产品升级不可逆的预期下, 我们认为这些因素会继续加剧行业内的品牌分化。

2、潮宏基的 α ：差异化产品力、品牌运营及渠道空间

(1) 年轻时尚与国潮高端兼具的差异化产品力

年轻时尚产品：K 金时代设计基因的延续&IP 战略深化。公司早期业务以彩金、K 金等为主，是国内最早定位 K 金饰品的公司，早期如 2015 年 K 金时尚珠宝首饰销售占比达到 56.31%，**原创设计及自主创新是潮宏基一直以来的优势。**在黄金热度逐渐提升后，公司将 K 金潮流的设计思路复制到黄金产品，延续产品研发设计的优势。此外，公司持续深化 IP 联名战略，自 2010 年起即正式获得多个国际 IP 的正版授权，至今已持续推出哆啦 A 梦、迪士尼、三丽鸥、蜡笔小新等众多 IP 联名产品，2025 年合作 IP 再添布丁狗、人鱼汉顿、线条小狗等，持续触达年轻消费群体，并通过 IP 宣传为整体品牌引流赋能。这类年轻时尚设计相对重量轻、客单价低，满足当前年轻客群悦己个性化需求。

图 16：潮宏基 IP 串珠产品（小黄人、布丁狗、线条小狗等）、臻金梵华系列、故宫文化系列



资料来源：潮宏基官方网站、公众号、招商证券

国潮高端产品：品牌具备深厚的非遗花丝工艺基础，当下匹配国潮崛起趋势，通过自有的设计师团队+外部合作开发了非遗花丝、臻金、故宫文化系列等。公司 2013 年成立臻宝博物馆，融合展示首饰文化、美学与传统文化，同时致力于传承和保护传统细金工艺，尤其是花丝镶嵌，打造大型花丝建筑摆件如黄鹤楼、花丝风雨桥；公司也成立了花丝镶嵌工作室，展示了品牌对传统文化的传承以及深厚的工艺积累。2019 年与国际设计师 NENDO 佐藤大合作推出花丝糖果系列，将传统花丝工艺与现代设计结合；2023 年公司发布 2023/24 彩金珠宝潮流趋势，重磅推出了包括“花丝风雨桥”、“花丝云起”、“花丝圆满”在内的多个非遗花丝系列产品。**2024-2025 年，潮宏基继续在国潮产品发力，2024 年推出臻金系列，其中臻金梵华结合“乾隆御用宝殿梵华楼”灵感元素和古法工艺，受到消费者喜爱；2025 年推出故宫文化系列，融合故宫元素，产品精美程度持续提升。**

图 17：潮宏基花丝风雨桥、花丝如意系列首饰、花丝浪潮系列首饰



资料来源：潮宏基官方网站、招商证券

（2）年轻客群的需求洞察、广泛的线上传播及品牌运营

潮宏基品牌定位于“青春靓丽、追逐时尚”的都市女性客群，据公司财报披露，目前品牌会员超 2000 万，会员复购率超 50%，品牌主力消费人群中 80/90/00 后人群占比达 85%，95/00 后用户占比提升明显。

潮宏基的目标客群兼具一定消费能力与悦己需求，刚好匹配品牌自身的优势。目前产品价格及设计匹配客群定位，如串珠一口价产品，单价最高三四千元左右，一两千元为主；克重、黄金镶嵌等产品单价最高也在万元区间。品牌顺应现有的黄金饰品趋势，提供了更低的价格以触达目标客群，却又通过 IP/工艺等提高单克价格及工费来获取溢价，保障整体利润率。

获取年轻时尚消费群体的背后，是数字化支撑的需求洞察和广泛的线上传播。公司在 2006 年成为国内第一家使用 SAP-ERP 系统的珠宝企业，2020 年初实现千店千云店的智慧云店应用，建立实体店与互联网一体化发展的商业模式，消费者可在线上平台进行产品浏览、咨询、购买、个性化定制以及预约到店体验等服务。品牌既可以在线上及时为顾客提供消费服务，又能为线下店铺实现引流，同时可通过线上平台扩大目标消费群体，并积累消费行为数据，从而主动寻找机会，有针对性地实施精准营销，并快速反哺供应链研发等各个环节。线上传播方面，公司积极进行小红书等社交媒体的线上运营，品牌/店员发帖推广+粉丝主动安利，另外由于 Z 世代掌握社交媒体中的发言权，潮宏基的客群定位自然带来线上传播的正反馈，品牌势能持续扩大。

图 18: 潮宏基小红书营销/用户反馈



资料来源: 小红书、招商证券

(3) 深耕华东，长期渠道空间广阔

华东区域门店数量/收入占比高，基本盘消费能力较强。截至 2024 年末，潮宏基门店总数 1511 家，其中华东地区直营店 146 家、加盟 650 家，门店总数占比 53%，区域营业收入占比 45%。华东地区具备较强的消费能力，且从历史趋势来看，潮宏基始终深耕华东，因此渠道点点的选择上也占据优势。我们认为这也是在此轮行情中，潮宏基较其他大众品牌更少受到消费环境扰动的原因之一。

全国门店空间大，海外稳步拓展。国内黄金珠宝行业头部品牌门店数量在 4000-6000 家范围不等，考虑到品牌定位问题，适合潮宏基品牌的点位数量会少于当前头部品牌，但考虑到目前华东门店数量占比过半，全国其他省市区域仍具不小空间。海外方面，品牌于 2024 年 9 月在马来西亚吉隆坡开出海外首店、12 月在泰国曼谷开店，今年 5 月末柬埔寨双店开业，出海稳步推进。

终端快速动销及较优的门店模型吸引优质加盟商开店，形成良性循环。横向对比各加盟品牌，当前潮宏基终端动销最快，且门店面积相对头部品牌更小、货品及各类投资成本更低，因此对于加盟商来说投资回报周期更短；同时据调研，年轻的加盟商二代也寻求年轻化的品牌和共识，对潮宏基的认可度更高，这与品牌的客群定位不谋而合，长期有望形成与品牌目标更加一致的加盟合作矩阵，实现良性循环。

图 19: 潮宏基不同区域门店数量

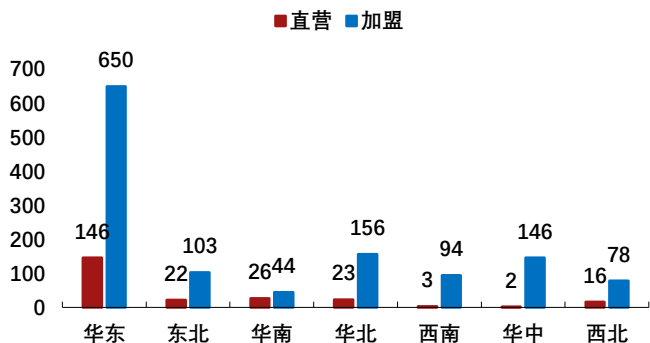
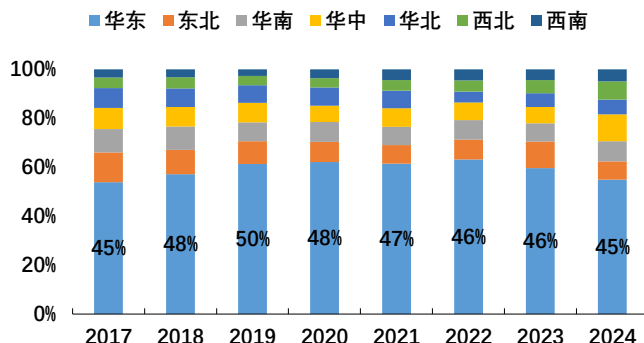


图 20: 潮宏基不同区域收入占比



资料来源：CEIC、招商证券

资料来源：CEIC、招商证券

图 21：潮宏基柬埔寨门店开业



资料来源：柬埔寨柬单网微信公众号、招商证券

三、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。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 81.68 亿、99.08 亿、115.75 亿，同比分别+25%、+21%、+17%。

利润端，由于公司一口价及高工艺的克重产品热销，预计各产品品类的毛利率将有所提升；但由于渠道上加盟占比持续提升，预计整体毛利率保持平稳。费用端，由于收入规模的持续扩张，预计费用率将持续下行。此外由于公司 2024 年已对 FION 计提较大额商誉减值，初步预计 2025 年减值幅度会低于去年，且由于 25Q1 业绩增长超预期、全年趋势较好，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.98 亿、6.30 亿、7.61 亿，对应 25PE27.1X、26PE21.4X，维持“强烈推荐”评级。

表 1：潮宏基收入拆分及预测

单位：万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	463,649	441,741	589,985	651,787	816,845	990,819	1,157,518
yoy	44%	-5%	34%	10%	25%	21%	17%
时尚珠宝产品	277,586	248,163	298,862	296,977	371,221	445,465	512,285
yoy	25.5%	-10.6%	20.4%	-0.6%	25.0%	20.0%	15.0%
%收入	60%	56%	51%	46%	45%	45%	44%
传统黄金产品	128,366	144,493	226,490	294,920	383,396	479,245	575,094
yoy	97.2%	12.6%	56.7%	30.2%	30.0%	25.0%	20.0%
%收入	28%	33%	38%	45%	47%	48%	50%
皮具	44,542	32,446	37,122	26,960	22,916	20,624	18,562
yoy	65.9%	-27.2%	14.4%	-27.4%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
%收入	10%	7%	6%	4%	3%	2%	2%
加盟代理			21,415	26,307	32,358	38,182	43,910
yoy				22.8%	23.0%	18.0%	15.0%
%收入				4%	4%	4%	4%
其他	13,155	16,639	6,096	6,623	6,954	7,302	7,667

单位: 万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
yoy	56.5%	26.5%	-63.4%	8.7%	5.0%	5.0%	5.0%
%收入	3%	4%	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 潮宏基毛利率预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.4%	30.2%	26.1%	23.6%	23.5%	23.3%	23.2%
时尚珠宝产品	38.1%	35.3%	30.7%	28.8%	29.3%	29.5%	29.7%
传统黄金产品	10.1%	9.2%	8.7%	9.1%	10.1%	10.6%	11.1%
皮具	60.2%	63.6%	63.5%	61.8%	60.8%	59.8%	58.8%
加盟代理			83.1%	87.9%	90.0%	90.0%	90.0%
其他	70.06%	71.08%	16.34%	27.24%	27.2%	27.2%	27.2%

资料来源: 公司公告、招商证券

四、风险提示

1) 金价波动风险: 金价的大幅波动风险会在一定程度上影响公司的经营。金价的短期快速下跌利好克重黄金的销售,但对于一口价产品的销售影响较为负面。若金价长期呈现下行趋势,则消费者对于黄金品类的采购意愿可能会有所下滑,将会对公司收入业绩产生不利影响。

2) 内地市场需求持续走弱,行业竞争加剧的风险: 2024 年以来,内地消费景气度偏弱,2025 年仍没有明显改善迹象,但同时各传统品牌加快改革、新兴品牌陆续涌现,行业竞争持续加剧。

3) 海内外拓店速度不及预期的风险: 公司在海内外具备较大开店空间,但历史上更多处于华东区域,在其他省市及海外的拓展仍需根据当地情况谨慎推进,且一旦宏观环境出现较大波动(如金价),仍可能限制开店速度。

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	4789	5595	6494
现金	643	379	500	705	881
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	456	553	646
其它应收款	37	33	41	50	58
存货	2688	2894	3192	3581	4100
其他	336	399	500	606	708
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	6274	6998	7824
流动负债	1694	2008	2370	2787	3259
短期借款	333	332	425	502	651
应付账款	116	203	254	309	362
预收账款	89	83	104	126	148
其他	1156	1392	1587	1849	2099
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	2436	2853	3325
股本	889	889	889	889	889
资本公积金	1281	1295	1295	1295	1295
留存收益	1463	1346	1533	1864	2248
少数股东权益	186	140	121	97	67
归属于母公司所有者权益	3632	3530	3717	4048	4432
负债及权益合计	5737	5745	6274	6998	7824

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	615	435	414	454	438
净利润	330	169	479	606	732
折旧摊销	70	85	102	92	83
财务费用	37	37	18	20	24
投资收益	(3)	3	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	177	162	(183)	(262)	(399)
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)	(285)	(241)	(254)
借款变动	(92)	(301)	44	78	148
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)	(299)	(378)
其他	(34)	(32)	(18)	(20)	(24)
现金净增加额	27	(220)	121	205	176

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5900	6518	8168	9908	11575
营业成本	4362	4980	6246	7601	8892
营业税金及附加	91	92	115	140	163
营业费用	828	762	873	1009	1144
管理费用	126	135	161	195	228
研发费用	63	68	85	104	121
财务费用	31	32	18	20	24
资产减值损失	(7)	(217)	(35)	(35)	(30)
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	638	807	975
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	638	807	975
所得税	73	67	159	201	243
少数股东损益	(3)	(24)	(19)	(24)	(29)
归属于母公司净利润	333	194	498	630	761

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	34%	10%	25%	21%	17%
营业利润	60%	-42%	171%	27%	21%
归母净利润	67%	-42%	157%	27%	21%
获利能力					
毛利率	26.1%	23.6%	23.5%	23.3%	23.2%
净利率	5.7%	3.0%	6.1%	6.4%	6.6%
ROE	9.3%	5.4%	13.7%	16.2%	18.0%
ROIC	8.0%	4.5%	11.8%	13.8%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	36.1%	38.8%	40.8%	42.5%
净负债比率	11.0%	7.2%	7.3%	7.7%	8.8%
流动比率	2.4	2.1	2.0	2.0	2.0
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.4	1.5	1.6
存货周转率	1.6	1.8	2.1	2.2	2.3
应收账款周转率	21.4	20.1	19.9	19.6	19.3
应付账款周转率	33.6	31.3	27.4	27.0	26.5
每股资料(元)					
EPS	0.38	0.22	0.56	0.71	0.86
每股经营净现金	0.69	0.49	0.47	0.51	0.49
每股净资产	4.09	3.97	4.18	4.56	4.99
每股股利	0.25	0.35	0.34	0.43	0.51
估值比率					
PE	40.4	69.6	27.1	21.4	17.7
PB	3.7	3.8	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	33.4	49.8	20.5	16.9	14.3

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。