

产品力和运营能力持续提升 看好多品牌国际化的未来空间

核心观点

- 今年以来公司一直保持快速增长态势，我们认为主要来自于产品力和运营能力的持续提升。前三季度公司收入同比增长 28%，扣除商誉减值 1.71 亿影响后的归母净利润同比增长 55%。其中 Q3 进一步提速，单 Q3 收入同比增长接近 50%，单 Q3 扣除商誉影响的归母净利润同比高增 82%。我们认为公司今年以来经营持续保持高增速的主要原因在于核心业务“潮宏基”珠宝产品力和运营能力的不断提升。产品力方面，从去年下半年以来公司陆续推出了一系列的高克重、高客单价的特色产品得到了市场的积极反馈，也进一步给公司品牌打上了差异化的东方美学标签。运营能力方面，公司通过持续的精细化运营和数字化赋能，推动单店业绩大幅度提升。
- 轻资产模式下的盈利弹性正在显现。近年来公司一直在积极推进加盟为主的轻资产运营模式，从 25 年前三季度看，尽管因为业务结构的变化，毛利率同比有所下降，但前三季度三项费用比率同比下降了 2.89 个百分点，带动销售净利率（扣除商誉影响）提升至 7.8%。这也是公司今年以来盈利（扣除商誉）增长大幅超过收入的主要原因。我们预计随着轻资产模式的持续深化，公司后续净利率（扣除商誉影响）仍有进一步的提升空间。
- 多品牌和国际化有望带来更大的发展空间。近年来围绕珠宝核心业务，公司在积极构建以潮宏基主品牌为主的多品牌协同矩阵。目前主打年轻人市场的 Souffle 品牌已经小有成效，定位高端手工金银器的品牌臻也于今年推出，培育钻品牌 Cevol 也在积极推进之中。同时公司也在通过东南亚市场积极探索国际化布局。我们认为多品牌和国际化将为公司中期带来更大的发展空间。
- 行业税收从本质上将利好品牌龙头企业发展。近期由财政部和税务总局出台的黄金税收新规短期可能增加黄金珠宝品牌企业的税负成本，但我们预计行业实际的演绎路径是品牌企业通过终端提价去覆盖这部分成本（可能会影响短期销量）。从中期看将推动行业进一步规范透明，有利于像公司这样的品牌龙头企业获得更多机会。

盈利预测与投资建议

- 根据公司中报和三季报，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.52、0.71 和 0.83 元（原预测分别为 0.53、0.61 和 0.71 元），参考可比公司，给予 2026 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 12.80 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、金价波动对销售的影响、女包业务低于预期可能带来商誉减值等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,900	6,518	8,014	9,420	10,748
同比增长(%)	33.6%	10.5%	23.0%	17.5%	14.1%
营业利润(百万元)	403	235	584	797	928
同比增长(%)	60.0%	-41.6%	148.3%	36.4%	16.4%
归属母公司净利润(百万元)	333	194	463	632	735
同比增长(%)	67.4%	-41.9%	139.2%	36.4%	16.4%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.52	0.71	0.83
毛利率(%)	26.1%	23.6%	23.6%	23.2%	22.9%
净利率(%)	5.7%	3.0%	5.8%	6.7%	6.8%
净资产收益率(%)	9.3%	5.4%	12.3%	15.1%	16.0%
市盈率	32.0	55.1	23.0	16.9	14.5
市净率	2.9	3.0	2.7	2.4	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

增持（维持）

股价（2025 年 11 月 05 日）	12.01 元
目标价格	12.80 元
52 周最高价/最低价	18.05/4.58 元
总股本/流通 A 股（万股）	88,851/86,729
A 股市值（百万元）	10,671
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 11 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-15.24	-15.37	-21.88	147.88
相对表现%	-12.7	-15.08	-34.65	133.47
沪深 300%	-2.54	-0.29	12.77	14.41



证券分析师

施红梅

执业证书编号：S0860511010001

shihongmei@orientsec.com.cn

021-63326320

相关报告

一季度表现优异，品牌势能持续向上	2025-05-19
公司表现优于行业，积极推进海外业务发	2024-11-04
展	
黄金珠宝销售高增，女包业务短期承压	2024-04-29

根据公司中报和三季报，再结合公司整体的多品牌和国际化战略，我们调整公司盈利预测（主要上调了未来 3 年公司时尚珠宝业务的收入增速，调整了商誉减值，下调了公司的销售费用率和管理费用率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.52、0.71 和 0.83 元（原预测分别为 0.53、0.61 和 0.71 元），参考可比公司，给予 2026 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 12.80 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 11 月 5 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
老凤祥	600612	46.19	3.73	3.17	3.50	3.84	12	15	13	12
周大福	01929	12.63	0.56	0.74	0.83	0.91	23	17	15	14
曼卡龙	300945	17.56	0.37	0.48	0.61	0.76	48	37	29	23
周大生	002867	13.17	0.93	1.03	1.16	1.28	14	13	11	10
中国黄金	600916	8.24	0.49	0.53	0.60	0.67	17	16	14	12
老铺黄金	06181	575.75	8.35	27.17	37.40	47.05	69	21	15	12
莱绅通灵	603900	9.23	-0.54	0.24	0.40	0.57	-17	38	23	16
飞亚达	000026	16.28	0.54	0.59	0.64	0.71	30	28	25	23
调整后平均								22	18	15

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、金价波动对销售的影响、女包业务低于预期可能带来商誉减值等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	643	379	466	641	1,103
应收票据、账款及款项融资	286	364	321	377	322
预付账款	14	14	17	20	23
存货	2,688	2,894	3,368	3,616	3,728
其他	429	518	526	533	540
流动资产合计	4,061	4,168	4,698	5,187	5,716
长期股权投资	198	171	171	171	171
固定资产	530	449	429	404	369
在建工程	0	0	25	40	50
无形资产	24	19	30	35	39
其他	924	938	923	907	886
非流动资产合计	1,676	1,576	1,578	1,557	1,515
资产总计	5,737	5,745	6,275	6,744	7,231
短期借款	333	332	332	332	332
应付票据及应付账款	116	203	249	294	337
其他	1,245	1,474	1,493	1,511	1,528
流动负债合计	1,694	2,008	2,074	2,137	2,196
长期借款	196	36	36	36	36
应付债券	0	0	0	0	0
其他	30	31	28	28	28
非流动负债合计	226	67	64	64	64
负债合计	1,920	2,075	2,137	2,200	2,260
少数股东权益	186	140	145	151	158
实收资本（或股本）	889	889	889	889	889
资本公积	1,281	1,295	1,295	1,295	1,295
留存收益	1,581	1,463	1,927	2,327	2,746
其他	(118)	(117)	(117)	(117)	(117)
股东权益合计	3,818	3,670	4,138	4,544	4,971
负债和股东权益总计	5,737	5,745	6,275	6,744	7,231

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	330	169	468	638	743
折旧摊销	16	32	73	75	78
财务费用	31	32	12	11	8
投资损失	(3)	4	4	4	4
营运资金变动	(123)	(284)	(376)	(252)	(7)
其它	363	483	(2)	(0)	(0)
经营活动现金流	615	435	178	476	824
资本支出	(50)	87	(75)	(55)	(35)
长期投资	(3)	(128)	0	0	0
其他	(166)	14	(3)	(3)	(3)
投资活动现金流	(219)	(27)	(78)	(58)	(38)
债权融资	(55)	(211)	0	0	0
股权融资	(65)	15	0	0	0
其他	(249)	(433)	(12)	(243)	(324)
筹资活动现金流	(369)	(629)	(12)	(243)	(324)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	28	(220)	87	175	462

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,900	6,518	8,014	9,420	10,748
营业成本	4,362	4,980	6,123	7,232	8,285
销售费用	828	762	761	876	967
管理费用	126	135	136	170	193
研发费用	63	68	96	104	118
财务费用	31	32	12	11	8
资产、信用减值损失	33	217	190	100	100
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
投资净收益	3	(4)	(4)	(4)	(4)
其他	(57)	(86)	(107)	(126)	(145)
营业利润	403	235	584	797	928
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	585	798	928
所得税	73	67	117	160	186
净利润	330	169	468	638	743
少数股东损益	(3)	(24)	5	6	7
归属于母公司净利润	333	194	463	632	735
每股收益（元）	0.38	0.22	0.52	0.71	0.83

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	33.6%	10.5%	23.0%	17.5%	14.1%
营业利润	60.0%	-41.6%	148.3%	36.4%	16.4%
归属于母公司净利润	67.4%	-41.9%	139.2%	36.4%	16.4%
获利能力					
毛利率	26.1%	23.6%	23.6%	23.2%	22.9%
净利率	5.7%	3.0%	5.8%	6.7%	6.8%
ROE	9.3%	5.4%	12.3%	15.1%	16.0%
ROIC	8.1%	4.5%	11.0%	13.6%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	36.1%	34.1%	32.6%	31.3%
净负债率	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.40	2.08	2.27	2.43	2.60
速动比率	0.80	0.63	0.64	0.74	0.91
营运能力					
应收账款周转率	21.4	20.1	23.4	27.0	30.7
存货周转率	1.6	1.8	2.0	2.1	2.3
总资产周转率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.22	0.52	0.71	0.83
每股经营现金流	0.69	0.49	0.20	0.54	0.93
每股净资产	4.09	3.97	4.49	4.94	5.42
估值比率					
市盈率	32.0	55.1	23.0	16.9	14.5
市净率	2.9	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	23.8	35.8	16.0	12.1	10.6
EV/EBIT	24.7	40.0	17.9	13.2	11.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。