

潮宏基 (002345.SZ)

强烈推荐 (维持)

时尚珠宝延续高增长，盈利能力大幅提升

公司 2025 年及 26Q1 业绩延续快速增长，时尚珠宝收入高增，加盟渠道持续扩张，海外市场拓展加速。同时在产品结构优化下利润率持续提升，26Q1 毛利率同比+4pct 至 26.9%。预计 2026-2028 年归母净利润分别为 7.19 亿、8.63 亿、9.70 亿，对应 26PE13.9X，维持“强烈推荐”评级。

□ **营收利润快速增长。** 1) 2025 年：收入 93.18 亿元，同比+42.96%；归母净利润 4.97 亿元，同比+156.66%；扣非归母净利润 5.18 亿元，同比+176.84%。年内公司对 FION 品牌计提商誉减值 1.71 亿元。分红方面，拟每 10 股派发现金红利 3.5 元（含税），全年累计分红占归母净利润超过 80%。2) 26Q1：收入 24.98 亿元，同比+10.93%；归母净利润 2.64 亿元，同比+39.52%；扣非归母净利润 2.63 亿元，同比+39.94%。业绩增长主要源自核心业务贡献。

□ **时尚珠宝及加盟渠道收入快速增长。** 2025 年收入拆分来看，1) 分业务：珠宝业务收入 90.44 亿元，同比+45.53%；其他业务（主要为 FION 皮具）收入 2.74 亿元，同比-9.69%，主要因公司对 FION 品牌进行业务重整，并计提商誉减值 1.71 亿元。2) 分产品：时尚珠宝产品收入 51.01 亿元，同比+71.77%；传统黄金产品收入 36.09 亿元，同比+22.39%。3) 分渠道：加盟代理收入 57.96 亿元，同比+79.77%；自营收入 19.80 亿元，同比+8.35%；网络销售收入 10.00 亿元，同比+2.84%，线上业务子公司净利润同比增长 118.71%。加盟渠道高增，主要来自渠道加速扩张，以及加盟商从公司采购比例大幅增加。26Q1 时尚珠宝首饰收入同比增长依旧超过 30%，远好于公司整体收入增速。

□ **加盟渠道持续扩张，海外市场拓展加速。** 截至 2025 年底，潮宏基珠宝加盟店 1486 家，年内净增 214 家，自营门店则净减少 55 家至 184 家。年内成功进入柬埔寨、新加坡市场，并在马来西亚、泰国、柬埔寨、新加坡四国共新增 9 家门店；截至 2025 年底，海外门店总数达 11 家。26Q1 末，潮宏基珠宝门店共有 1669 家，其中加盟店 1495 家，直营店 174 家。

□ **产品结构优化带来利润率提升。** 1) 2025 年：毛利率 22.06%，同比-1.54pct。毛利率下滑主要受毛利较低的加盟渠道收入占比大幅提升影响。费用率方面，销售费用率 8.50%（同比-3.18pct），管理费用率 1.88%（同比-0.19pct），研发费用率 1.01%（同比-0.03pct）。费用率下降主要系加盟业务占比提升带来的规模效应和经营杠杆释放。2) 26Q1：毛利率 26.9%，同比大幅提升 4.0pct；净利率为 10.6%，同比提升 2.2pct。毛利率提升主要得益于产品结构优化（高毛利的时尚珠宝占比提升）及品牌使用费率上调。26Q1 销售费用率 9.1%（同比+0.3pct），管理费用率 1.1%（同比-0.2pct），研发费用率 0.6%（同比-0.4pct）。

□ **盈利预测及投资建议。** 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，同时拓店空间充足，加盟渠道有望加速扩张。由于公司 26Q1 业绩延续较好增势，利润率持续提升，我们调整盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 7.19 亿、8.63 亿、9.70 亿，对应 26PE13.9X，维持“强烈推荐”评级。

消费品/商业

目标估值：NA

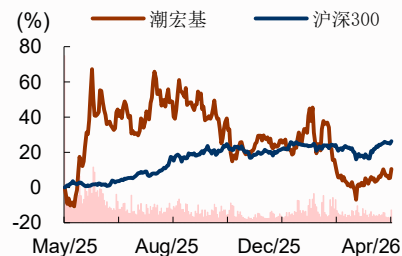
当前股价：11.25 元

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） | 10.0 |
| 流通市值（十亿元） | 9.8 |
| 每股净资产（MRQ） | 4.2 |
| ROE（TTM） | 13.2 |
| 资产负债率 | 49.5% |
| 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 | 10 | -19 | 21 |
| 相对表现 | 3 | -21 | -6 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《潮宏基 (002345) —Q3 主业增速超预期，盈利能力显著提升》
2025-10-31
- 《潮宏基 (002345) —25H1 盈利能力显著提升，下半年开店有望提速》
2025-08-28
- 《潮宏基 (002345) —东方时尚珠宝，引领黄金珠宝行业新范式》
2025-08-05

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

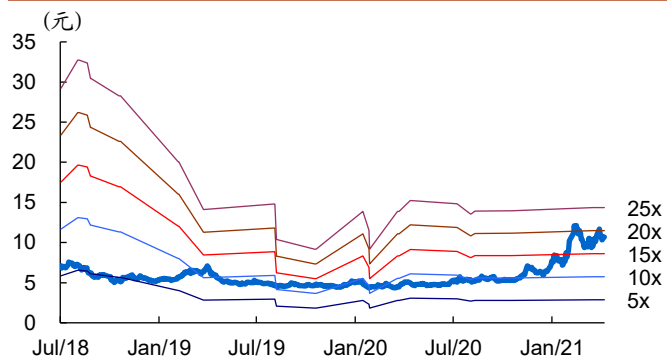
□ **风险提示:** 金价波动的风险, 需求不及预期、行业竞争加剧的风险, 拓店不及预期的风险, 港股上市计划带来股价波动的风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 6518 | 9318 | 11012 | 12677 | 14175 |
| 同比增长 | 10% | 43% | 18% | 15% | 12% |
| 营业利润(百万元) | 235 | 639 | 922 | 1106 | 1243 |
| 同比增长 | -42% | 171% | 44% | 20% | 12% |
| 归母净利润(百万元) | 194 | 497 | 719 | 863 | 970 |
| 同比增长 | -42% | 157% | 45% | 20% | 12% |
| 每股收益(元) | 0.22 | 0.56 | 0.81 | 0.97 | 1.09 |
| PE | 51.6 | 20.1 | 13.9 | 11.6 | 10.3 |
| PB | 2.8 | 2.7 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |

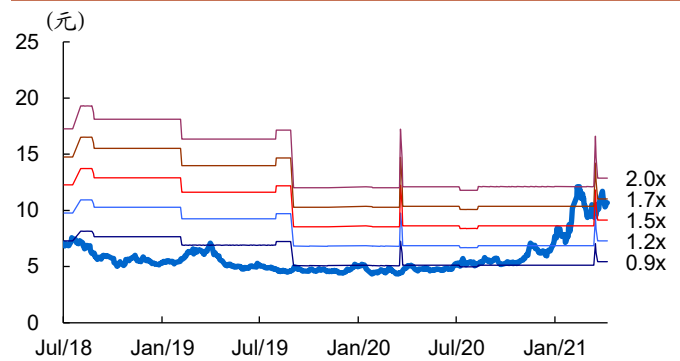
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 潮宏基历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 潮宏基历史 PB Band



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 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 流动资产 | 4168 | 6181 | 7025 | 8066 | 9308 |
| 现金 | 379 | 564 | 768 | 960 | 1352 |
| 交易性投资 | 101 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 364 | 670 | 792 | 911 | 1019 |
| 其它应收款 | 33 | 37 | 44 | 51 | 57 |
| 存货 | 2894 | 4534 | 4978 | 5633 | 6309 |
| 其他 | 399 | 375 | 443 | 510 | 570 |
| 非流动资产 | 1576 | 1380 | 1303 | 1235 | 1174 |
| 长期股权投资 | 171 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| 固定资产 | 449 | 395 | 365 | 338 | 314 |
| 无形资产商誉 | 527 | 395 | 356 | 320 | 288 |
| 其他 | 430 | 460 | 452 | 446 | 442 |
| 资产总计 | 5745 | 7561 | 8329 | 9301 | 10482 |
| 流动负债 | 2008 | 3655 | 4140 | 4872 | 5827 |
| 短期借款 | 332 | 921 | 1111 | 1468 | 2079 |
| 应付账款 | 203 | 404 | 474 | 546 | 611 |
| 预收账款 | 83 | 135 | 159 | 183 | 205 |
| 其他 | 1392 | 2195 | 2396 | 2677 | 2932 |
| 长期负债 | 67 | 88 | 88 | 88 | 88 |
| 长期借款 | 36 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 其他 | 31 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 负债合计 | 2075 | 3743 | 4228 | 4960 | 5915 |
| 股本 | 889 | 889 | 889 | 889 | 889 |
| 资本公积金 | 1295 | 1347 | 1347 | 1347 | 1347 |
| 留存收益 | 1346 | 1528 | 1847 | 2132 | 2408 |
| 少数股东权益 | 140 | 55 | 18 | (26) | (76) |
| 归属于母公司所有者权益 | 3530 | 3764 | 4083 | 4367 | 4643 |
| 负债及权益合计 | 5745 | 7561 | 8329 | 9301 | 10482 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 435 | (71) | 554 | 495 | 582 |
| 净利润 | 169 | 472 | 682 | 819 | 920 |
| 折旧摊销 | 85 | 94 | 87 | 78 | 71 |
| 财务费用 | 37 | 33 | 62 | 74 | 101 |
| 投资收益 | 3 | 10 | (3) | (3) | (3) |
| 营运资金变动 | 162 | (681) | (274) | (473) | (507) |
| 其它 | (22) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (27) | 62 | (7) | (7) | (7) |
| 资本支出 | (105) | (83) | (10) | (10) | (10) |
| 其他投资 | 78 | 145 | 3 | 3 | 3 |
| 筹资活动现金流 | (629) | 188 | (343) | (296) | (184) |
| 借款变动 | (301) | 577 | 119 | 356 | 612 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 15 | 52 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (311) | (400) | (400) | (579) | (694) |
| 其他 | (32) | (41) | (62) | (74) | (101) |
| 现金净增加额 | (220) | 179 | 204 | 192 | 392 |

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 6518 | 9318 | 11012 | 12677 | 14175 |
| 营业成本 | 4980 | 7262 | 8518 | 9807 | 10984 |
| 营业税金及附加 | 92 | 114 | 135 | 155 | 173 |
| 营业费用 | 762 | 792 | 991 | 1135 | 1262 |
| 管理费用 | 135 | 175 | 196 | 225 | 252 |
| 研发费用 | 68 | 94 | 111 | 128 | 143 |
| 财务费用 | 32 | 33 | 62 | 74 | 101 |
| 资产减值损失 | (217) | (212) | (80) | (50) | (20) |
| 公允价值变动收益 | 0 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 其他收益 | 6 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 投资收益 | (4) | (10) | (10) | (10) | (10) |
| 营业利润 | 235 | 639 | 922 | 1106 | 1243 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 236 | 638 | 922 | 1106 | 1242 |
| 所得税 | 67 | 167 | 240 | 287 | 322 |
| 少数股东损益 | (24) | (25) | (37) | (44) | (50) |
| 归属于母公司净利润 | 194 | 497 | 719 | 863 | 970 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 10% | 43% | 18% | 15% | 12% |
| 营业利润 | -42% | 171% | 44% | 20% | 12% |
| 归母净利润 | -42% | 157% | 45% | 20% | 12% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 23.6% | 22.1% | 22.6% | 22.6% | 22.5% |
| 净利率 | 3.0% | 5.3% | 6.5% | 6.8% | 6.8% |
| ROE | 5.4% | 13.6% | 18.3% | 20.4% | 21.5% |
| ROIC | 4.5% | 11.1% | 14.4% | 15.7% | 15.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 36.1% | 49.5% | 50.8% | 53.3% | 56.4% |
| 净负债比率 | 7.2% | 14.0% | 14.1% | 16.5% | 20.5% |
| 流动比率 | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 存货周转率 | 1.8 | 2.0 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 应收账款周转率 | 20.1 | 18.0 | 15.1 | 14.9 | 14.7 |
| 应付账款周转率 | 31.3 | 23.9 | 19.4 | 19.2 | 19.0 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.22 | 0.56 | 0.81 | 0.97 | 1.09 |
| 每股经营净现金 | 0.49 | -0.08 | 0.62 | 0.56 | 0.65 |
| 每股净资产 | 3.97 | 4.24 | 4.60 | 4.92 | 5.23 |
| 每股股利 | 0.35 | 0.45 | 0.65 | 0.78 | 0.88 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 51.6 | 20.1 | 13.9 | 11.6 | 10.3 |
| PB | 2.8 | 2.7 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 43.2 | 18.8 | 12.6 | 10.7 | 9.5 |

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。