

2010 年 01 月 08 日

## 潮宏基 (002345.SZ)

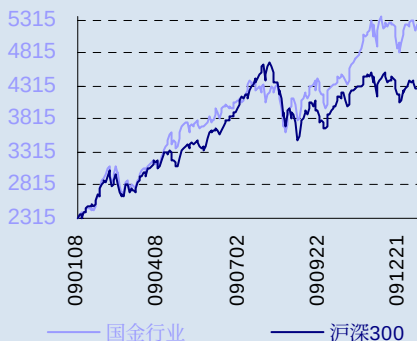
——分享行业成长，快速发展的珠宝连锁企业

目标价格(人民币)：39.90-47.87 元  
 询价价格(人民币)：29.50-34.70 元

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

|               |         |
|---------------|---------|
| 发行 A 股上限(百万股) | 30.00   |
| 总股本(百万股)      | 90.00   |
| 国金百货零售指数      | 5171.19 |
| 沪深 300 指数     | 3480.13 |
| 中小板指数         | 5820.20 |



### 公司基本情况(人民币)

| 项 目            | 2006   | 2007    | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)      | 0.313  | 0.519   | 0.570  | 0.669  | 1.053  | 1.241  |
| 净利润增长率         | N/A    | 113.59% | 9.81%  | 56.31% | 57.50% | 17.86% |
| 市场 EPS 预测均值(元) | N/A    | N/A     | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 行业优化市盈率(倍)     | 39.04  | 72.68   | 29.12  | 59.57  | 59.57  | N/A    |
| 市场优化市盈率(倍)     | 25.86  | 45.72   | 15.55  | 29.7   | 29.7   | N/A    |
| 净资产收益率         | 23.76% | 21.76%  | 19.66% | 23.51% | 12.10% | 12.48% |
| 每股净资产(元)       | 1.32   | 2.39    | 2.90   | 3.79   | 8.70   | 9.94   |
| 已上市流通 A 股(百万股) | N/A    | N/A     | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 总股本(百万股)       | 70.00  | 90.00   | 90.00  | 90.00  | 90.00  | 90.00  |

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

### 基本结论、价值评估与投资建议

- 伴随着经济增长和居民收入提高而来的消费升级，使中国的珠宝首饰行业迎来新的发展期。根据中国宝玉石协会的统计，未来几年中国的珠宝首饰市场将保持 15% 以上的行业增速；预计细分子行业 K 金珠宝首饰的需求增速将达到 25%-30%，珠宝首饰行业还有巨大的发展空间。
- 目前国内珠宝首饰市场的高端被国际著名品牌占据，而周大福、周生生、谢瑞麟、六福等香港品牌在大众流行市场上有领先优势，但是我们认为这种领先优势并非不可超越。
- 通过比较 Tiffany 和 Zale 两种不同商业模式的代表企业，我们发现以 Zale 为代表的系统经济效益型珠宝首饰企业，主要依靠销售网络的扩张带动品牌知名度提升，并不具备难以超越的品牌形象；周大福、周生生等企业均采用这种模式开拓国内市场，潮宏基作为优秀的国内珠宝企业具备与其同台竞争甚至超越对手的能力。
- 潮宏基是集设计研发、加工生产和终端零售于一体的全国性珠宝首饰连锁企业，主要生产 K 金珠宝首饰，在全国拥有 279 家连锁店，其中 202 家自营店，77 家品牌代理店；它也是中国 A 股市场上第一家真正意义上的珠宝首饰连锁企业。
- 潮宏基的设计能力和工艺技术领先，产品具有典型的东方风格特征。由于 K 金珠宝首饰更注重产品的款式和设计，潮宏基完全有能力通过差异化产品的设计生产能力逐步提高品牌知名度和美誉度，占据更多的市场份额。
- 潮宏基实行双品牌战略，“潮宏基”品牌定位中高端，增长稳定；“VENTI”品牌面向年轻职业女性，正处于成长期，未来几年将成为企业的增长亮点。
- 由于珠宝首饰连锁店需要较多的铺货库存，因此自营店的扩张对资金需求量很大，此次募集资金将打开制约企业扩张的资金瓶颈，潮宏基的销售收入和渠道扩张都将跃上新的发展阶段。

文瑶

(8621)61038260  
 wenyao@gjqz.com.cn

张斌

(8621)61038278  
 zhangbin@gjqz.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271  
 zhuli@gjqz.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- 我们预测潮宏基未来三年的销售收入分别达到 5.53 亿元、7.60 亿元和 10.5 亿元，2009-2011 年按发行后股本摊薄的 EPS 分别为 0.669 元、1.053 元和 1.241 元。采用 DCF 模型估值，合理价格为 28.79 元/股；按照 28-33 倍 PE 计算，合理价格区间为 29.5-34.7 元/股；结合中小板可选消费类公司的估值，按照 1-1.2 倍 PEG 计算，合理的市场价格区间为 39.90 元/股-47.87 元/股。

## 内容目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 珠宝首饰行业概况 .....                                 | 4  |
| 2003 年以后，中国珠宝首饰行业迎来新发展 .....                   | 4  |
| 中国正在成为珠宝首饰的新兴消费市场 .....                        | 4  |
| 发展趋势：消费需求多样化，K 金珠宝首饰的需求年均增长 25%-30% .....      | 6  |
| 珠宝首饰行业的竞争格局 .....                              | 8  |
| 产业链及价值链：利润向品牌和渠道集中 .....                       | 8  |
| 竞争格局：国际著名品牌占据高端，大众流行市场渠道为王 .....               | 8  |
| Tiffany VS Zale 的启示：香港珠宝品牌在中国的领先优势并非不可超越 ..... | 9  |
| 潮宏基的发展历史 .....                                 | 10 |
| 收入和渠道规模快速扩张的全国性珠宝首饰连锁企业 .....                  | 10 |
| 潮宏基的股权结构 .....                                 | 12 |
| 潮宏基的竞争优势 .....                                 | 12 |
| K 金珠宝首饰为主的产品结构与对手形成错位竞争 .....                  | 12 |
| 领先的设计工艺、鲜明的产品风格，打造企业品牌形象 .....                 | 13 |
| 双品牌策略覆盖不同市场，“VENTI”是新增亮点 .....                 | 14 |
| 渠道扩张：依托百货渠道，做大核心市场，扩张西部地区 .....                | 14 |
| 产品具备保值功能，经营风险小 .....                           | 15 |
| 特别提醒：关注企业未来并购扩张的增长潜力 .....                     | 16 |
| 募集资金有利于企业提高产能和渠道扩张速度 .....                     | 17 |
| 盈利预测与估值 .....                                  | 19 |
| 收入增长与盈利预测 .....                                | 19 |
| 绝对估值 .....                                     | 20 |
| 相对估值 .....                                     | 21 |
| PEG 估值 .....                                   | 21 |
| 风险提示 .....                                     | 22 |

## 图表目录

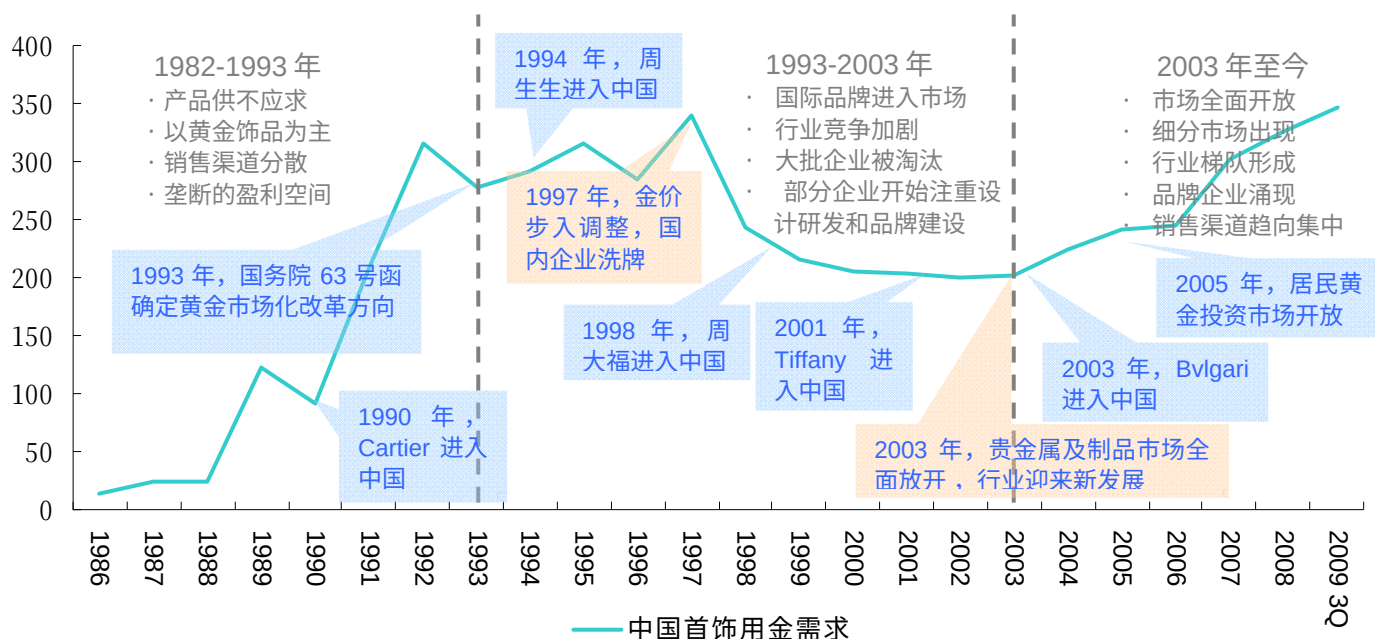
|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图表 1：中国的珠宝首饰行业经历了三个主要发展阶段 单位：吨 .....                  | 4  |
| 图表 2：中国首饰用金需求占世界用金需求的比重增长迅速 单位：吨 .....                | 5  |
| 图表 3：中国首饰用金需求的增速高于世界平均水平 .....                        | 5  |
| 图表 4：中国女性的珠宝拥有率远低于亚洲其他国家（2006） .....                  | 5  |
| 图表 5：给予现金后有购买珠宝意愿的女性人数占比 % .....                      | 6  |
| 图表 6：过去 12 个月购买珠宝的女性比例 % .....                        | 6  |
| 图表 7：中国珠宝首饰行业的细分市场及主要特点 .....                         | 6  |
| 图表 7：2008 年中国人口结构图 单位：百万人 .....                       | 7  |
| 图表 8：世界各地主流的 K 金珠宝首饰成色情况 .....                        | 7  |
| 图表 9：中国珠宝首饰行业的产业链和价值链：零售环节增值率最高 .....                 | 8  |
| 图表 10：产品经济效益模式与系统经济效益模式的比较 .....                      | 9  |
| 图表 11：收入和门店数量逐年增长 单位：万元 .....                         | 11 |
| 图表 12：潮宏基的毛利率水平较高，仅次于谢瑞麟 .....                        | 11 |
| 图表 13：潮宏基的产品结构及毛利率水平 单位：万元 .....                      | 11 |
| 图表 14：潮宏基不同渠道模式的营业收入和毛利率水平 单位：万元 .....                | 11 |
| 图表 15：廖木枝持有“潮宏基投资”51.6%的股份，为广东潮宏基实业股份有限公司的实际控制人 ..... | 12 |
| 图表 16：大众流行市场的主要珠宝首饰品牌对比 .....                         | 13 |
| 图表 17：潮宏基年均推出自主设计款式超过 5000 款 .....                    | 13 |
| 图表 18：潮宏基“牡丹”、“凤影”系列设计效果 .....                        | 14 |
| 图表 19：潮宏基“京剧之声”系列设计效果 .....                           | 14 |
| 图表 20：“汕头朗日”门店扩张和收入增长的情景假设 单位：万元 .....                | 14 |
| 图表 21：潮宏基在全国的专营门店分布图 .....                            | 15 |
| 图表 22：各地区历年销售收入 单位：万元 .....                           | 15 |
| 图表 23：各地区历年销售收入占比 .....                               | 15 |
| 图表 24：历年自营店铺货余额 单位：万元 .....                           | 16 |
| 图表 25：潮宏基的存货周转率和存货占比均处于正常范围 .....                     | 16 |
| 图表 26：潮宏基的竞争力分析 .....                                 | 17 |
| 图表 27：募集资金投向 单位：万元 .....                              | 17 |
| 图表 28：计划新开店偶的资金需求 单位：万元 .....                         | 18 |
| 图表 29：潮宏基销售网络建设的具体情况 .....                            | 19 |
| 图表 30：“潮宏基”和“VENTI”品牌未来 3 年的门店数量假设 .....              | 20 |
| 图表 32：FCFE 估值模型 .....                                 | 20 |
| 图表 33：敏感性测试结果 .....                                   | 20 |
| 图表 34：同行业上市公司的估值比较 .....                              | 21 |
| 图表 35：消费类新股相对估值比较 .....                               | 21 |

## 珠宝首饰行业概况

### 2003 年以后，中国珠宝首饰行业迎来新发展

- 上世纪 80 年代之前，中国没有严格意义上的珠宝首饰市场，中国的珠宝首饰行业是伴随着市场经济发展起来的，大致经历如下三个发展阶段：
  - ◆ 1982-1993 年：1982 年国家取消黄金首饰供应管制，居民对饰品的消费需求迅速释放，黄金饰品供不应求，生产企业快速增加，市场处于原始无序竞争状态；
  - ◆ 1993-2003 年：国际珠宝企业纷纷进入中国，珠宝首饰真正进入百姓家庭，行业发展空前繁荣，但是产品同质化现象严重；1997 年，国际金价步入调整期，国内对黄金饰品的需求减少，大量生产企业被淘汰，企业开始注重产品质量，设计和生产工艺得到提高，少数企业着手品牌建设；
  - ◆ 2003 年至今：2003 年中国人民银行停止执行包括黄金制品生产、加工、批发、零售业务在内的 26 项行政审批项目，黄金、白银等贵金属市场全面开放；国内出现珠宝首饰细分市场，企业竞争转向设计研发和渠道建设，品牌企业涌现，行业进入新的发展期。

图表1：中国的珠宝首饰行业经历了三个主要发展阶段 单位：吨



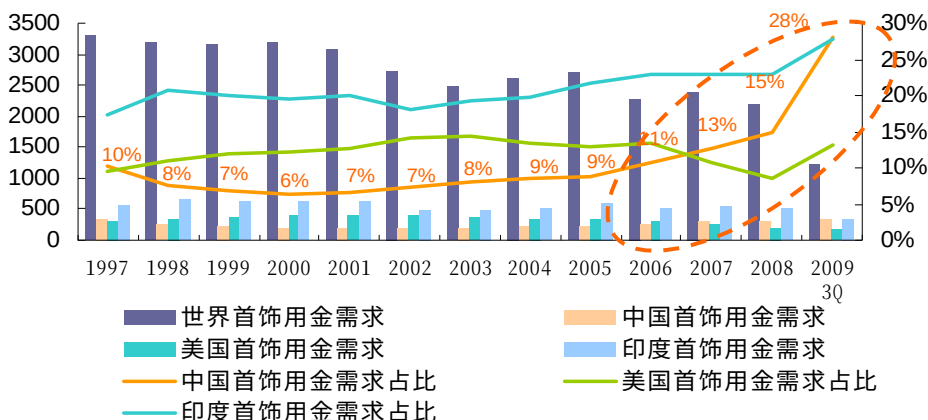
来源：世界黄金协会、中国珠宝玉石首饰行业协会、国金证券研究所

### 中国正在成为珠宝首饰的新兴消费市场

- 2003-2008 年，我国金银珠宝类零售总额（限额以上）的复合增长率超过 20%，中宝协预计，未来几年的行业增速可保持在 15%以上；从首饰用金量看，中国在世界首饰用金总量中的占比自 2005 年开始加速增长，中国正在成为珠宝首饰行业的新兴市场。
- ◆ 根据 WGC（世界黄金协会）的统计，中国是世界第一大黄金生产国，第二大黄金消费国，2009 年前 3 季度中国黄金需求量已与第一大黄金消费国印度的水平相当；
- ◆ 从图表 2 可见，中国首饰用金的需求量自 2005 年以后开始高速增长，已经接近世界第一大珠宝首饰市场印度的需求量水平；

- ◆ 根据海关统计，中国 2009 年前 5 个月珠宝首饰出口额同比下降 17.06%，中国首饰用金量的占比大幅提高得益于国内珠宝首饰消费量的快速增长；

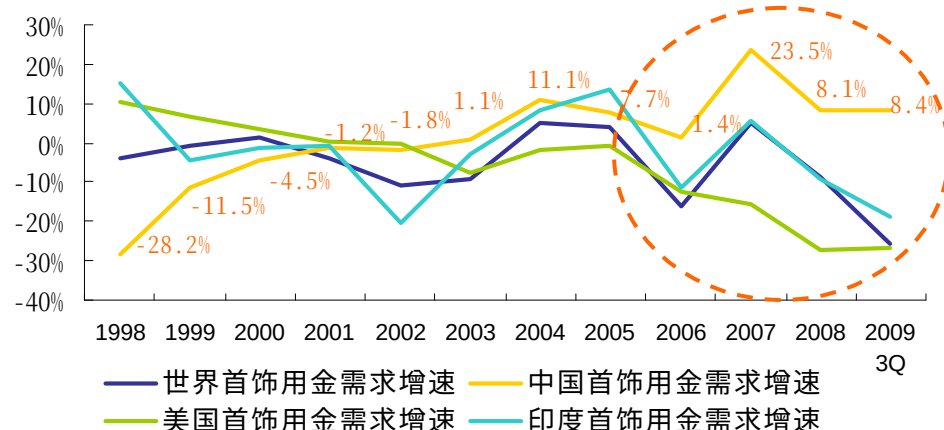
图表2：中国首饰用金需求占世界用金需求的比重增长迅速 单位：吨



来源：世界黄金协会、国金证券研究所

- ◆ 由图表 3 可见，中国首饰用金需求的增速与世界及美国和印度的增速差距逐年拉大。

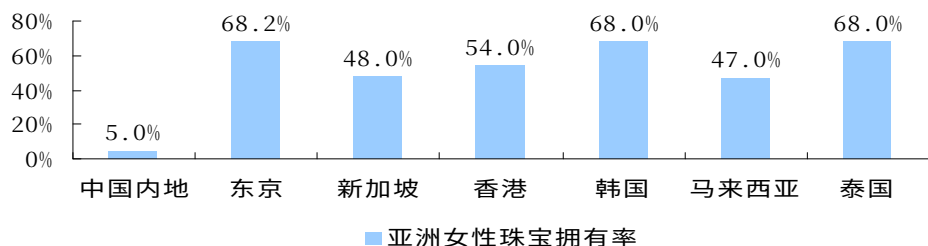
图表3：中国首饰用金需求的增速高于世界平均水平



来源：世界黄金协会、国金证券研究所

- 从建国初期至 1982 年，中国珠宝首饰消费市场人为消失了近 30 年，居民的珠宝首饰消费习惯、鉴赏能力都处于重新培育阶段，消费目的仍以自用为主，人均珠宝拥有量和消费频次有很大提升空间。
- ◆ 中国女性的珠宝拥有率仅为 5%，远低于亚洲其他国家；

图表4：中国女性的珠宝拥有率远低于亚洲其他国家 (2006)

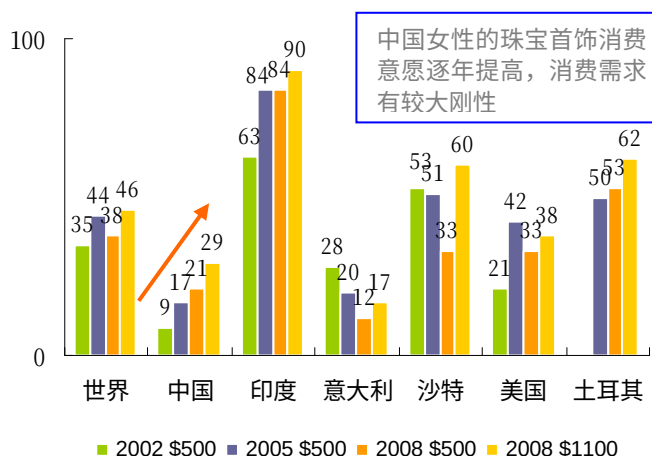


来源：2006 年中国饰品行业分析报告、国金证券研究所

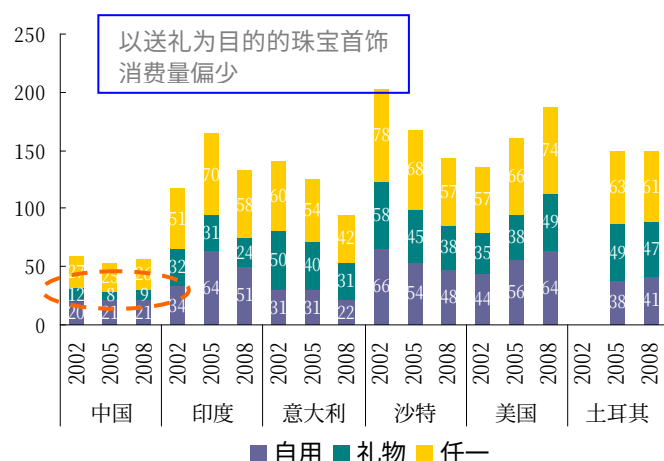


- ◆ 根据世界黄金协会的市场跟踪调查，中国女性的珠宝消费意愿从 2002 年至 2008 年逐年递增，而同期世界其他国家女性的消费意愿随经济情况波动，显示中国女性的珠宝需求有较大刚性；
- ◆ 从图表 7 可见，中国女性的珠宝消费仍然是以自用为主，且消费频次显著低于其他国家；作为礼物购买珠宝的人数在 2002、2005 和 2008 年分别只占 12%、8%和 9%，而其他国家除印度外，作为礼物购买的首饰比重与自用比重接近甚至超过；
- ◆ 中国的礼文化比较发达，珠宝首饰由于单位价值较高，被当作日常礼物的消费习惯暂时还没有形成，随着中国居民的收入上升和消费能力升级，以送礼为目的的珠宝消费需求将得到大幅提高。

图表5：给予现金后有购买珠宝意愿的女性人数占比 %



图表6：过去 12 个月购买珠宝的女性比例 %

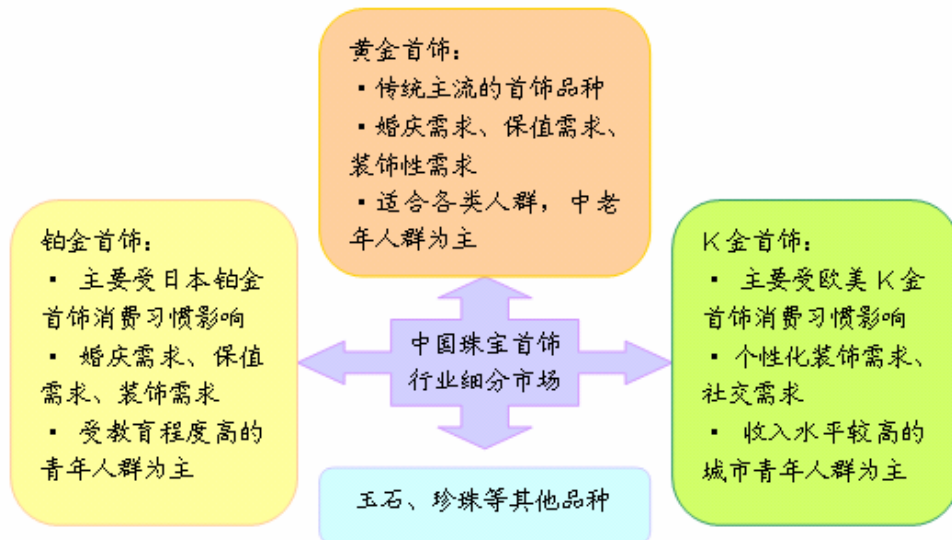


来源：世界黄金协会、国金证券研究所

### 发展趋势：消费需求多样化，K 金珠宝首饰的需求年均增长 25%-30%

- 中国珠宝首饰行业包括三个主要细分市场：黄金珠宝首饰、K 金珠宝首饰和铂金珠宝首饰；随着居民收入上升，对珠宝首饰装饰要求的提高，黄金首饰的市场份额近年有所下降；铂金和 K 金在色泽、硬度和可塑性方面具有优势，发展迅速；世界黄金协会自 2003 年开始在中国市场推广 K-gold 饰品，K 金珠宝首饰受到年轻人追捧，市场份额逐年增加。

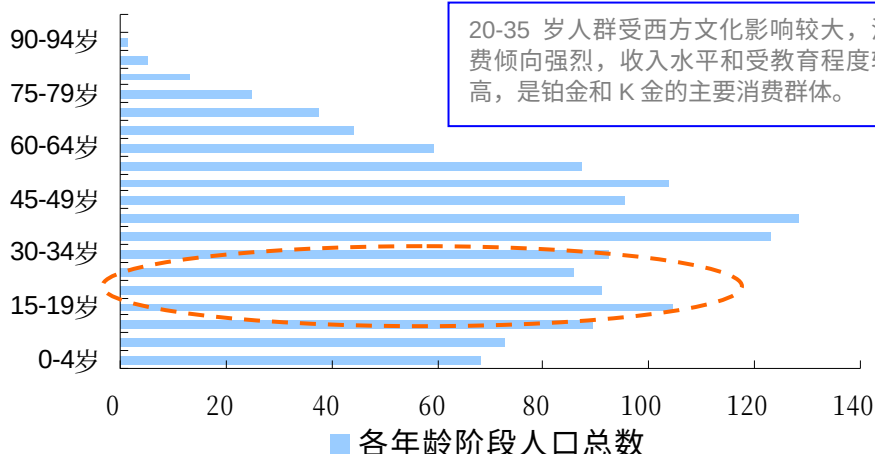
图表7：中国珠宝首饰行业的细分市场及主要特点



来源：国金证券研究所

- ◆ 从人口年龄结构看，中国目前 35-45 岁人口的占比最大，这部分人群的消费能力较强，对珠宝首饰的装饰作用要求较高，是高档珠宝首饰的主要消费群体；
- ◆ 20-35 岁人群尽管人口总量占比相对较少，但是这个群体受西方文化影响大、消费倾向强烈、收入水平和受教育程度较高，是铂金和 K 金的主要消费群体；
- ◆ 中国人口结构的第二个高峰分布在 15-19 岁年龄段，这部分人口在未来 5 年内进入珠宝首饰的消费阶段，消费习惯更趋于多元化和个性化，将成为 K 金珠宝首饰的主要潜在消费群体。

图表8：2008 年中国人口结构图 单位：百万人



来源：中经数据库、国金证券研究所

- 2003 年世界黄金协会进入中国推广 K 金珠宝首饰，2003 年至 2006 年，K 金饰品的市场份额从 5% 提高到 18%，目前保持年均 10% 的市场份额增长幅度，按照珠宝行业的整体需求增速 15%-20% 计算，K 金珠宝首饰需求量的年均增长率可达到 25%-30%。
- ◆ 世界黄金协会借助周大福、周生生等知名珠宝企业进行 K 金珠宝首饰的推广和西方首饰文化的传播，促进了世界珠宝首饰主流的 K 金、K 金镶嵌珠宝首饰等在中国的流行；
- ◆ 国际著名珠宝首饰品牌近几年陆续登陆中国市场，引导了中国珠宝首饰流行趋势的变化，加速了中国珠宝消费文化与世界的接轨；
- ◆ K 金珠宝首饰具有延展性强、硬度高、色彩多变的特点，由于成分可调节，价格灵活，对各种消费需求都有很好的适应性，消费前景广阔。

图表9：世界各地主流的 K 金珠宝首饰成色情况

| 地区          | 典型品种 (成色)         |
|-------------|-------------------|
| 中国、香港、台湾    | 24 K (99.0% min)  |
| 印度、南亚次大陆    | 22 K (91.6%)      |
| 阿拉伯国家 (波斯湾) | 21 K (87.5%)      |
| 南欧、地中海地区    | 18 K (75%)        |
| 北欧、美国等地     | 8-18 K (33.3-75%) |

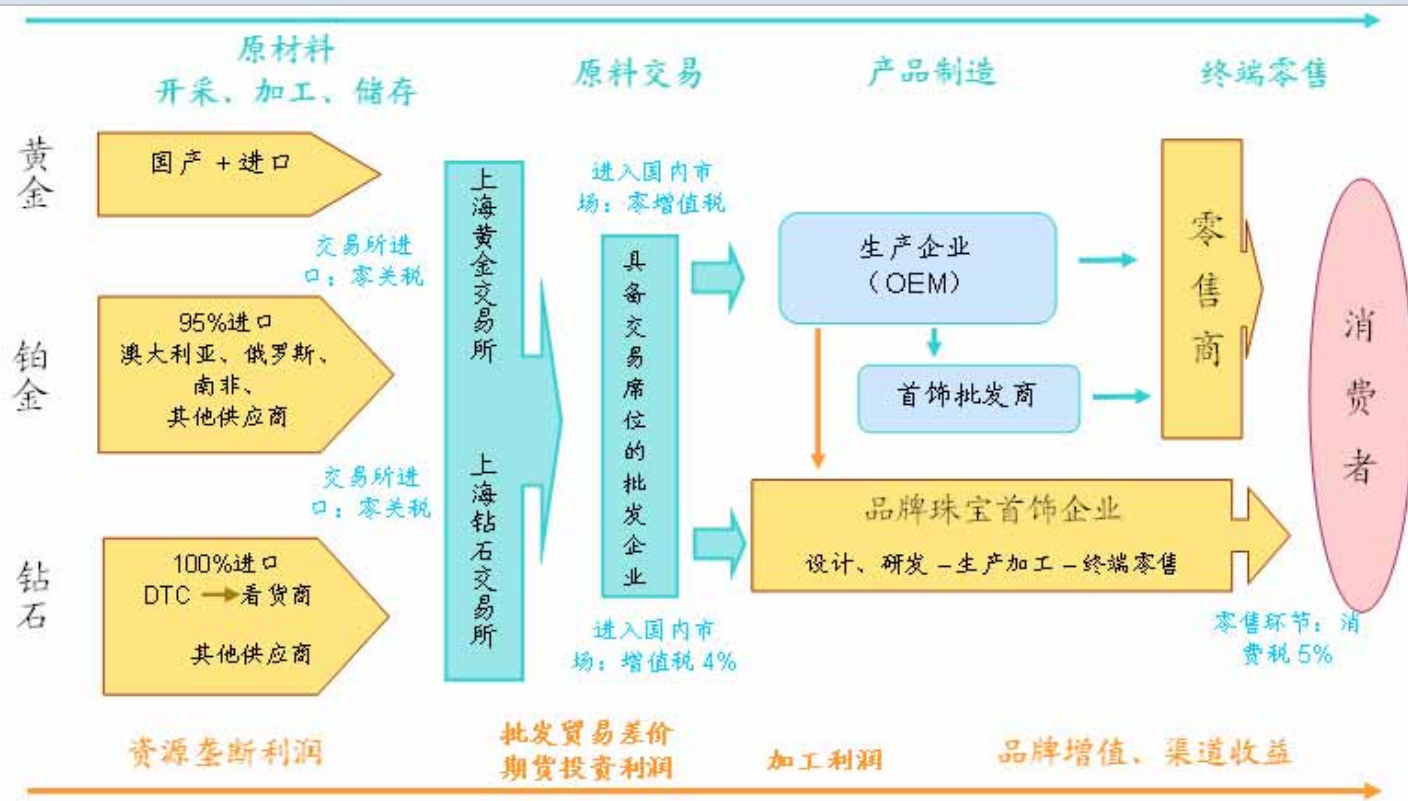
来源：世界黄金协会、国金证券研究所

## 珠宝首饰行业的竞争格局

### 产业链及价值链：利润向品牌和渠道集中

- 珠宝首饰行业的产业链较长，包括矿石开采、加工、储存、原料交易、产品制造和终端零售等环节，各个环节的增值率呈哑铃型分布：上游原料供应商凭借资源优势获取垄断利润，下游品牌企业和零售商获得品牌增值和渠道收益。
- ◆ 中国的主要原料铂金和钻石几乎全部依靠进口，铂金主要从澳大利亚、俄罗斯和南非进口，钻石原料主要由 De Beers 旗下的 DTC 供应；
- ◆ 上海钻石交易所和上海黄金交易所分别于 2000 年、2002 年成立，2003 年铂金进入上海黄金交易所交易；政府对珠宝行业采取扶持政策，对通过交易所进口的原料实行零关税，同时对黄金和铂金实行增值税即征即退，钻石的增值税率由过去的 17% 降低至 4%；
- 珠宝首饰行业的利润向零售环节集中，因此具备生产和销售能力的品牌珠宝首饰企业和零售商可获得更大的生存空间，企业竞争的重点也集中于此。

图表10：中国珠宝首饰行业的产业链和价值链：零售环节增值率最高



来源：国金证券研究所

### 竞争格局：国际著名品牌占据高端，大众流行市场渠道为王

- 如前文分析，珠宝首饰行业的利润向品牌和渠道集中，实际上，品牌建设和渠道扩张是两个相互依存相会制约的因素；在中国市场，国际著名品牌占据高端，大众流行市场上企业争夺渠道资源。
- ◆ 中国的高端珠宝首饰市场被 Tiffany、Cartier、Bvlgari 等世界著名珠宝品牌垄断，这些企业凭借巨大的品牌影响力和号召力获得商业中心的最优质店址，而优越的购物环境又帮助它们锁定了消费能力强且消费需求稳定的高端人群，从而进一步巩固其市场地位；



- ◆ 大众流行市场的珠宝品牌主要面向中产阶级等中端消费者，由于产品的品牌溢价相对较低，与百货商场进行联营销售或者开设店中店是企业经济合理的选择，因此争夺百货商场的渠道资源就成为了定位大众流行市场的珠宝首饰企业的竞争重点。
- 上世纪 90 年代，周生生、周大福等香港珠宝首饰企业进入中国，开辟了中国的珠宝首饰的大众流行市场。
- ◆ 香港企业进入中国的时期，正处于中国消费者对珠宝首饰的品牌概念形成阶段，因此周大福、周生生等企业在品牌建设上拥有先发优势，进而更容易获取优质的渠道资源，在竞争力排名上目前处于市场第一梯队。
- ◆ 中国国内的珠宝首饰企业普遍诞生于上世纪 80 年代以后，90 年代后期才开始关注品牌建设，在品牌知名度和美誉度上与香港企业还存在一定差距；

#### Tiffany VS Zale 的启示：香港珠宝品牌在中国的领先优势并非不可超越

- 我们将世界珠宝首饰企业的发展概括为两种商业模式：一种是以 Tiffany 为代表的产品经济效益模式，另一种是以 Zale 为代表的系统经济效益模式，二者的典型区别在于：品牌推动渠道，还是渠道带动品牌。
- ◆ Tiffany 的珠宝产品是其品牌价值的载体，企业通过不断提高品牌附加值来提升和保持产品的终端售价，从而实现经济效益最大化；
- ◆ 系统经济效益模式的特点是，产品销售主要由营销系统推动，品牌知名度建立在销售网络的扩张之上，企业对市场需求的变化敏感，主要定位中端市场；
- ◆ Zale 的经营模式是典型的系统经济效益模式，其成立于 1989 年，目前是美国第二大珠宝首饰零售商，拥有遍布美国和加拿大的 2000 多个销售终端；
- ◆ Zale 自创立到拥有全美第一的销售网络仅花费十余年时间，2005 年，由于 Signets 集团的珠宝连锁公司 Sterling Jewelers 积极发展旗下的 Kay Jewelers 连锁店，Zale 在销售收入上被对方超越；

图表11：产品经济效益模式与系统经济效益模式的比较

| 商业模式   | 代表企业               | 典型特征                                                                                                                                                                                       | 主要品牌                                                                                                  | 零售终端            | 盈利水平<br>(数据截至2008年)                                          |
|--------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------|
| 产品经济效益 | Tiffany<br>(1837年) | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 历史悠久、品牌具有文化附加值</li> <li>· 市场潮流的创造者和引导者</li> <li>· 产品的“品牌印记*”明显</li> <li>· 依靠品牌影响力推动渠道扩张，销售网点少但覆盖面广</li> <li>· 产品定位高端</li> <li>· 市场地位稳定</li> </ul> | 高端：Tiffany<br>品牌印记：蓝色包装盒白色缎带<br>品牌忠诚度*：执着                                                             | 206家<br>全球分布    | 销售收入<br>29.39亿美元<br>过去五年平均毛利率<br>56.4%<br>过去五年平均净利率<br>10.6% |
| 系统经济效益 | Zale<br>(1989年)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 在特定区域拥有庞大的销售网络</li> <li>· 通过渠道扩张带动品牌知名度提升</li> <li>· 市场潮流的跟随者，依据消费者喜好推出产品</li> <li>· 产品定位中端，中端产品是主要的收入来源</li> <li>· 市场地位不稳定</li> </ul>            | 高级：BaileyBank & Biddle<br>高价：Gordon's Jewelers<br>平价：Zales Jewelers<br>低端：Piercing Pagoda<br>品牌忠诚度：偏爱 | 2135家<br>美国、加拿大 | 销售收入<br>21.38亿美元<br>过去五年平均毛利率<br>49.6%<br>过去五年平均净利率<br>2.8%  |

注：1、品牌印记指通过创造某种单一的产品特征在特定受众大脑中留下特定印象，从而实现消费者人群的区分，达到精确营销的目的；2、品牌忠诚一般有三种程度：认知、偏爱、执着。

来源：国金证券研究所

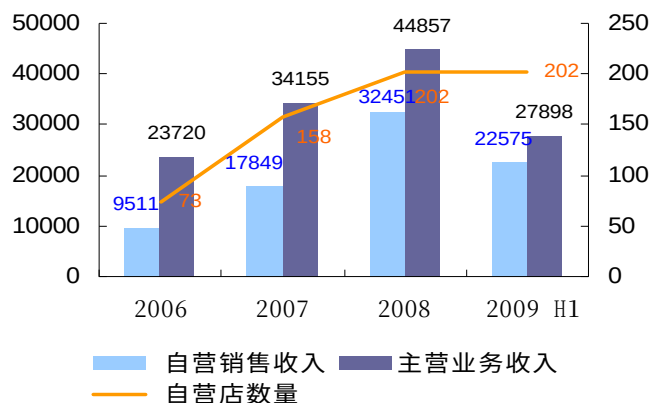
- 在中国珠宝首饰大众流行市场占有领先优势的香港珠宝首饰企业大都采用系统经济效益模式经营，这主要由中国珠宝消费市场特点决定：
  - ◆ 中国的珠宝首饰行业发展时间很短，大部分消费者对珠宝首饰品牌的忠诚度\*还处于认知阶段，即便是世界著名珠宝品牌，人们对其蕴含的文化内涵和历史价值也知之甚少；对消费者而言，追求珠宝品牌的主要作用在于获得外部认可，表现身份和地位，通俗的说，消费者对品牌的最主要需求是“知名”，因此，系统经济效益模式更具发展优势。
  - ◆ 系统经济效益模式能够在较短时间里，通过销售网络的扩张和营销宣传迅速建立起某个品牌的知名度，迎合消费者对品牌知名度的需求；消费者对珠宝首饰的消费习惯还未养成、偏好不稳定，而系统经济效益模式对市场需求的变化的敏感，能在较大程度上满足市场多变的消费需求。
- 在中国市场品牌和渠道是相辅相成的关系，周大福、周生生、谢瑞麟等香港品牌作为大众流行市场的开辟者，已经享有较高的品牌知名度和美誉度，国内珠宝首饰企业想单纯依靠渠道规模取胜还存在难度；但是我们也认为，香港企业的这种领先优势并非不可超越，国内企业实现突围的主要途径如下：
  - ◆ 差异化的产品定位：黄金首饰是中国传统的主流首饰品种，也是周大福、周生生等企业的强势领域，消费者的忠诚度相对较高；而铂金、K金及其他种类的珠宝首饰属于新兴的品种，消费者的忠诚度相对较低；差异化的产品定位有助于国内企业实现错位竞争，获取成长空间；
  - ◆ 积极获取渠道资源：百货商场是主要的珠宝首饰销售场所，国内的珠宝首饰企业只要能得到百货商场的认可，就可以在同等的销售平台上与香港企业展开竞争，进而借此提高品牌形象和知名度；
  - ◆ 实现设计工艺的赶超：中国作为继印度之后世界级的珠宝首饰生产加工中心，设计研发和生产工艺已经达到国际水平，国内企业可以通过加强设计和工艺创新逐步打造品牌形象；
  - ◆ 解决资金瓶颈的制约：珠宝首饰企业的扩张对资金量需求很大，香港珠宝企业一般都拥有雄厚的资金实力，国内企业可以通过上市融资等多种手段解决资金制约，实现快速发展。

## 潮宏基的发展历史

### 收入和渠道规模快速扩张的全国性珠宝首饰连锁企业

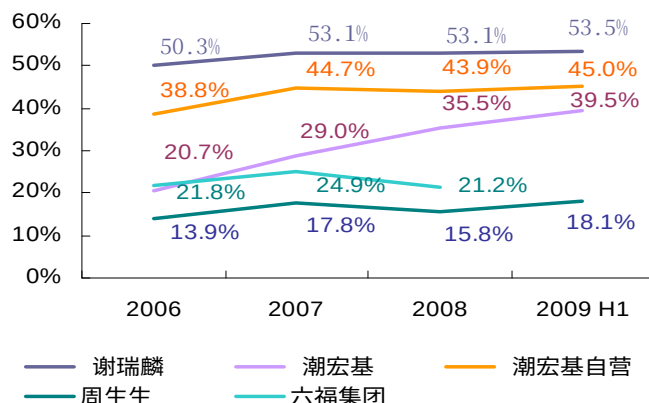
- 潮宏基创立于 1996 年，主要从事中高档时尚珠宝首饰的设计、研发、生产和销售；拥有“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌，产品以 K 金珠宝首饰为主，也销售铂金、黄金及其他首饰品种；目前在全国拥有 279 家连锁门店，以自营店为主（202 家直营店、77 家加盟店），覆盖 27 个省份的 80 个城市。
- 潮宏基的渠道规模和销售收入在过去三年实现了快速增长，自营模式的销售收入随着自营店数量的增加在总收入中的占比逐年提高，2009 年中期达到 80.92%。

图表12：收入和门店数量逐年增长 单位：万元



来源：招股说明书、公司公告、国金证券研究所

图表13：潮宏基的毛利率水平较高，仅次于谢瑞麟



- ◆ K 金珠宝首饰占总收入比重最大，铂金和其他珠宝首饰占比增长较快；近几年，公司逐渐收回品牌代理经营权，总体毛利率大幅提高，其中 K 金珠宝首饰的毛利率增幅最大。

图表14：潮宏基的产品结构及毛利率水平 单位：万元

| 项目      | 2006    | 2007    | 2008    | 2009 H1 |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入占比  |         |         |         |         |
| K 金珠宝首饰 | 96.36%  | 90.32%  | 70.13%  | 66.83%  |
| 铂金珠宝首饰  | 2.54%   | 5.55%   | 14.43%  | 14.45%  |
| 其他珠宝首饰  | 1.10%   | 4.13%   | 15.44%  | 18.72%  |
| 合计      | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 毛利率     |         |         |         |         |
| K 金珠宝首饰 | 20.12%  | 28.25%  | 39.56%  | 46.91%  |
| 铂金珠宝首饰  | 46.74%  | 40.94%  | 35.17%  | 35.40%  |
| 其他珠宝首饰  | 8.56%   | 28.34%  | 17.11%  | 16.34%  |
| 综合      | 20.67%  | 28.96%  | 35.46%  | 39.52%  |

来源：招股说明书、国金证券研究所

- ◆ 潮宏基的自营收入占比年均增长 10.21%，2009 年上半年达到 80.92%，自营毛利率显著高于品牌代理和批发业务的水平；自营模式是潮宏基下阶段的主要发展模式，但是公司也不排除在短期难以进入的区域采用品牌代理经营；

图表15：潮宏基不同渠道模式的营业收入和毛利率水平 单位：万元

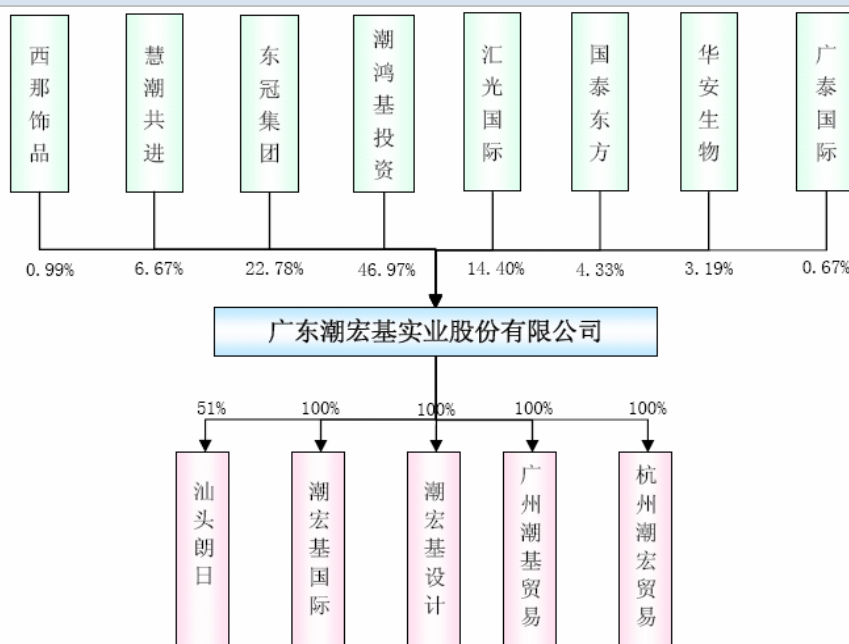
| 项目     | 2006    | 2007    | 2008    | 2009 H1 |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入占比 |         |         |         |         |
| 自营     | 40.10%  | 52.26%  | 72.34%  | 80.92%  |
| 品牌代理   | 37.03%  | 21.67%  | 14.82%  | 15.60%  |
| 非品牌批发  | 22.87%  | 26.08%  | 12.84%  | 3.48%   |
| 合计     | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 毛利率    |         |         |         |         |
| 自营     | 38.82%  | 44.70%  | 43.88%  | 45.04%  |
| 品牌代理   | 10.04%  | 14.72%  | 18.54%  | 18.73%  |
| 非品牌批发  | 6.03%   | 9.24%   | 7.51%   | 4.39%   |
| 综合     | 20.67%  | 28.96%  | 35.46%  | 39.52%  |

来源：招股说明书、国金证券研究所

## 潮宏基的股权结构

- 潮宏基的第一大股东为潮宏基投资，拥有其 46.97%的股份；廖木枝拥有潮宏基投资 51.6%的股份，间接持有潮宏基 24.24%的股份，是公司的实际控制人。
- ◆ 东冠集团和汇光国际均为公司外资法人股，分别持有公司 22.78%和 14.40%的股份；汇光国际的主要投资人是从期从事对美珠宝首饰贸易的香港珠宝商人何汉才，东冠集团的主要投资人是 DTC 的看货商 JB 集团。
- ◆ 潮宏基通过持有汕头朗日 51%的股权，拥有其主营的“VENTI”珠宝品牌，该品牌目前有 33 家门店（31 家联营店和 2 家品牌代理店）；另外 49%的股权由朗日集团持有，朗日集团的实际持有人与东冠集团实际持有人相同。

图表16：廖木枝持有“潮宏基投资”51.6%的股份，为广东潮宏基实业股份有限公司的实际控制人



来源：招股说明书、国金证券研究所

## 潮宏基的竞争优势

### K 金珠宝首饰为主的产品结构与对手形成错位竞争

- K 金珠宝首饰作为珠宝首饰的细分行业，发展时间不长而未来空间广阔，潮宏基立足 K 金珠宝首饰市场，即可享受行业发展，又避免了与周大福、周生生等企业在黄金和铂金首饰市场展开直接竞争；差异化的产品定位是我们看好公司的理由之一。
- ◆ 珠宝首饰大众流行市场的主要竞争者有周大福、周生生、老凤祥等，其中，谢瑞麟主要以铂金首饰为主，其余企业以黄金首饰为主；
- ◆ 实际上，为了吸引顾客，每个珠宝企业都不会只经营单一的首饰品种，只是在经营重点上有所区别；潮宏基以销售 K 金珠宝首饰为主，2009 年上半年的销售收入占比为 66.83%；

图表17：大众流行市场的主要珠宝首饰品牌对比

| 品牌名称 | 品牌荣誉       | 网点数量            | 渠道模式和网络布局特点     | 主营产品    |
|------|------------|-----------------|-----------------|---------|
| 周大福  | 中国驰名商标     | 802 家专营店        | 零售（自营、联营、代理、合作） | 黄金首饰    |
| 六福   | 香港十大名牌珠宝品牌 | 400 家专营店        | 零售（自营、联营、代理、合作） | 黄金首饰    |
| 潮宏基  | 中国名牌       | 279 家专营店        | 零售（自营、联营、代理）、批发 | K 金珠宝首饰 |
| 老凤祥  | 中国名牌中国驰名商标 | 54 家银楼、239 家专营店 | 零售（自营、联营、代理）、批发 | 黄金首饰    |
| 谢瑞麟  | 香港十大名牌珠宝品牌 | 125 家专营店        | 零售（自营、联营、代理）    | 铂金珠宝首饰  |
| 周生生  | 香港十大名牌珠宝品牌 | 120 家专营店        | 零售（自营、联营、合作）、批发 | 黄金首饰    |

来源：招股说明书、国金证券研究所

### 领先的设计工艺、鲜明的产品风格，打造企业品牌形象

- 拥有领先的设计和工艺可使珠宝首饰企业获得差异化产品溢价，潮宏基的管理层比较早认识到设计和工艺的重要性，并且在组织架构上对二者进行拆分是我们看好公司的另一个理由。
- ◆ 设计和工艺的创新能力和优秀珠宝首饰企业的必备素质，如 Tiffany 首创的钻戒六爪镶嵌法确立了婚戒镶嵌的国际标准；周大福推出的 999.9 足金首饰成为黄金首饰的成色典范；
- ◆ 潮宏基自 2000 年开始组建自有的设计研发团队，在组织架构上分别设立产品中心和生产中心负责新产品研发设计和技术工艺的开发改造；
- ◆ 公司目前拥有设计研发人员 58 名、工艺师 71 名，占总人数的 6.83%，剔除销售人员后，比重达到 20%；设计研发和试制费用稳定在总收入的 2%以上，呈逐年递增趋势；每年自主设计款式超过 5000 款；

图表18：潮宏基年均推出自主设计款式超过 5000 款

| 项目            | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 H1 |
|---------------|------|------|------|---------|
| 当年自主原创设计款式（款） | 4600 | 5150 | 5380 | 2858    |

来源：招股说明书、国金证券研究所

- ◆ 2006 年公司作为国内珠宝首饰行业唯一代表参加了瑞士巴塞尔世界钟表珠宝展览会，2007 年 获得“广东省知识产权优势企业”称号；
- 根据我们前文对中国珠宝首饰行业的分析，我们认为现阶段还处于中国消费者品牌观念形成的初期，对大部分消费者而言“质量”和“款式”仍然是主要选择依据，潮宏基的品牌形象正在通过优良的设计工艺及恰当的营销策略逐步建立。
- ◆ 根据 2009 年中国人民大学舆论研究所对 10 大城市消费者的调查，在购买首饰时消费者最关注的是“质量”和“款式”，分别占被调查者的 77%和 73.6%；
- ◆ “潮宏基”的系列产品在款式上有十分鲜明的中国传统色彩，它实际是通过设计一系列将中国传统文化与时尚相结合的产品建立了自己的“品牌印记”；
- ◆ “品牌印记”也是优秀品牌必备的特质，如 Cartier 的猎豹、伯爵的花丛、Burberry 的方格等；从这点看，“潮宏基”已经具备成为一个著名品牌的素质。



图表19：潮宏基“牡丹”、“凤影”系列设计效果



来源：潮宏基公司主页、国金证券研究所

图表20：潮宏基“京剧之声”系列设计效果



### 双品牌策略覆盖不同市场，“VENTI”是新增亮点

- 珠宝首饰行业的品牌发展在欧美国家已经十分成熟，业已形成涵盖高端、中端、低端和个性化小众流行的市场结构，从国际经验看，珠宝企业一般通过多品牌战略来完成多市场覆盖。
- 潮宏基目前拥有两个定位不同的连锁珠宝品牌：“潮宏基”品牌主要针对中高端市场，“VENTI”主要面向 20-35 岁的年轻职业女性，在全国开设有 33 家品牌专营店，于 2008 年开始进入盈利期；未来几年潮宏基将加快“VENTI”的渠道扩张速度，预计 2010 年专营店的数量可达到 65 家。
- ◆ 根据公司招股说明书披露，汕头朗日 2008 年净资产 2027.10 万元，净利润 174.19 万元，2009 年上半年，净资产达到 2305.27 万元，增长 13.7%，净利润 278.17 万元，增长 59.7%；
- ◆ 2007 年，潮宏基收回大部分的品牌代理经营权，毛利率有较大幅度提高，平均净利率约 13%，毛利率约为 35%，我们估计 VENTI 品牌的经营净利率 9%-10%，毛利率 35%-37%，据此推算汕头朗日 2009 年销售收入 5800-6000 万，2009 年的平均单店收入在 145 万左右；
- ◆ 从两种假设情况看，未来几年朗日的年均收入增长可达 50%以上。

图表21：“汕头朗日”门店扩张和收入增长的情景假设 单位：万元

| 项目   | 情景一  |       |       |       | 情景二  |       |       |       |
|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|      | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 门店数量 | 45   | 65    | 90    | 115   | 40   | 60    | 80    | 100   |
| 销售收入 | 6525 | 11310 | 18792 | 28814 | 5800 | 10440 | 16704 | 25056 |
| YOY  | -    | 73.3% | 66.2% | 53.3% | -    | 80.0% | 60.0% | 50.0% |
| 营业利润 | 2414 | 4185  | 6953  | 10661 | 2030 | 3654  | 5846  | 8770  |
| 净利润  | 550  | 1131  | 1879  | 2881  | 550  | 1044  | 1670  | 2506  |

来源：公司调研、国金证券研究所

### 渠道扩张：依托百货渠道，做大核心市场，扩张西部地区

- 目前，潮宏基主要采用与百货商场联营合作的方式进行渠道扩张，是国内少数拥有全国性百货渠道的珠宝首饰企业。
- ◆ 潮宏基现有渠道模式中有 95%采取与百货商场合作的联营模式，与大商、王府井、百联、新世界、百盛等企业建立了战略合作关系，2008 年全国连锁百强的零售企业中有 52.27%与公司建立了战略合作关系；
- ◆ 百货商场一般位于城市商业中心，人气集聚效应明显，客流量稳定，与优质百货渠道合作，能够保证企业实现渠道的快速复制和扩张；

图表22：潮宏基在全国的专营店分布图



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 华东、华南和东北是潮宏基的核心市场，2009 年上半年贡献了 84.2% 的销售收入，西部地区的占比不到 8%；公司未来将加深对核心市场的拓展，并着手对华南、华中和西部等地区进行战略扩张，预计 2010 年公司网点数可增加至 380 家，增长 36.2%。
- ◆ 公司较早进入东北市场体现了管理层在制定发展战略时的深远考虑，目前东三省共有 54 家专营店；江浙两地有 76 家“潮宏基”专营店和 22 家“VENTI”专营店；合计占总门店数的 54%；
- ◆ 全国珠宝首饰消费量最大的区域主要在华东、华南和东北，东北地区的消费者对珠宝首饰有较强的消费偏好，华东、华南地区的消费需求主要受居民富裕程度影响；
- ◆ 2009 年中期华南地区销售收入大幅减少的原因是公司将“汕头朗日”旗下“VENTI”品牌的收入分别按所在区域统计，而不再全部计入华南地区所。

图表23：各地区历年销售收入 单位：万元

| 地区 | 2006    | 2007    | 2008    | 2009 H1 |
|----|---------|---------|---------|---------|
| 华东 | 12163.5 | 15853.4 | 24616.7 | 16647.2 |
| 华南 | 5022.5  | 9097.9  | 8005.1  | 2357.4  |
| 东北 | 3864.7  | 4562.6  | 6435.3  | 4485.5  |
| 西南 | 1520.5  | 2793.2  | 2642.6  | 1621.2  |
| 华中 | 731.8   | 1249.3  | 1845.3  | 1415.7  |
| 华北 | 229.1   | 380.3   | 759.1   | 931.7   |
| 西北 | 187.6   | 218.8   | 553.4   | 439.5   |
| 合计 | 23719.6 | 34155.4 | 44857.5 | 27898.1 |

来源：招股说明书、国金证券研究所

图表24：各地区历年销售收入占比

| 地区 | 2006    | 2007    | 2008    | 2009 H1 |
|----|---------|---------|---------|---------|
| 华东 | 51.28%  | 46.42%  | 54.88%  | 59.67%  |
| 华南 | 21.17%  | 26.64%  | 17.85%  | 8.45%   |
| 东北 | 16.29%  | 13.36%  | 14.35%  | 16.08%  |
| 西南 | 6.41%   | 8.18%   | 5.89%   | 5.81%   |
| 华中 | 3.09%   | 3.66%   | 4.11%   | 5.07%   |
| 华北 | 0.97%   | 1.11%   | 1.69%   | 3.34%   |
| 西北 | 0.79%   | 0.64%   | 1.23%   | 1.58%   |
| 合计 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

### 产品具备保值功能，经营风险小

- 珠宝连锁店的开店成本比较高，潮宏基的联营店平均单店成本在 150 万元左右，其中大部分用于门店铺货。由于贵金属和宝石一般具备保值功能，因此铺货带来的存货增加不会造成珠宝企业的经营风险，相反，黄金、铂金的变现能力很强，可视为企业的一笔固定资产。

- ◆ 珠宝首饰类的滞销产品都可以回炉再造，且回收成本低，企业的存货损失风险小；珠宝首饰的单位价值高，单件体积小，物理性质稳定，储存成本低；
- ◆ 潮宏基的自营毛利率约为 45%，较大的毛利率空间降低了存货变现净值低于成本的可能性。

**图表25：历年自营店铺货余额 单位：万元**

| 项目         | 2006    | 2007     | 2008     | 2009 H1  |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 期末自营店总拥有量  | 73      | 158      | 202      | 202      |
| 当期净增加自营店数量 | 21      | 85       | 44       | 0        |
| 期末自营店总铺货余额 | 8276.81 | 21269.75 | 24944.37 | 25300.15 |
| 平均单店铺货余额   | 113.38  | 134.62   | 123.49   | 125.25   |

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 存货占流动资产比重是珠宝首饰企业的特点，渠道规模越大存货占比越高，品牌附加价值越高存货周转率越低，潮宏基的存货占比和存货周转率都处于正常范围。
- ◆ 2007 年，公司收回大部分品牌代理经营权，致使当年的存货数量增长较快，最近几年的新增门店数量较多，因此存货周转速度呈下降趋势；
- ◆ 根据我们前面的分析，系统经济效益型珠宝企业的渠道扩张伴随着品牌影响力的提高，因此未来潮宏基的渠道数量增加将提高专营店的销售规模，因此存货周转率的下降速率会有所减少甚至周转率回升。

**图表26：潮宏基的存货周转率和存货占比均处于正常范围**

|         | Zale   | Tiffany | 周生生 *  | 谢瑞麟     | 六福     |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 存货/流动资产 | 90.58% | 78.16%  | 73.55% | 72.42%  | 76.84% |
| 存货周转次数  | 1.24   | 0.82    | 3.6    | 0.93    | 2.47   |
| 潮宏基     | 2006   | 2007    | 2008   | 2009 H1 |        |
| 存货（万元）  | 13353  | 24205   | 29445  | 32126   |        |
| 其中：原材料  | 18.1%  | 5.6%    | 4.4%   | 6.6%    |        |
| 半成品     | 2.5%   | 1.9%    | 3.5%   | 4.1%    |        |
| 产成品     | 79.0%  | 92.5%   | 92.1%  | 89.3%   |        |
| 存货/流动资产 | 81.5%  | 81.2%   | 81.9%  | 77.0%   |        |
| 存货周转次数  | 1.68   | 1.29    | 1.08   | 0.55    |        |

注：周生生还经营证券和期货经纪业务，因此其存货占比和周转率数据不可比，剔除这部分影响后的存货占比为84.92%。

来源：招股说明书、国金证券研究所

### 特别提醒：关注企业未来并购扩张的增长潜力

- 根据我们前文对珠宝连锁企业经营模式的分析，我们认为潮宏基未来通过并购和合作开发的方式实现多品牌发展，进而完成对中国珠宝首饰行业各细分市场覆盖的可能性较大。
- ◆ 中国珠宝首饰行业发展时间短暂，珠宝首饰生产企业众多，其中不乏与“VENTI”相似的珠宝品牌，潮宏基上市融资获得资金支持后，并购此类企业的能力将大为增强；
- ◆ 中国高端的珠宝市场主要以国际品牌为主，款式和风格趋向西方审美情趣，这为以东方风格为主的潮宏基向高端市场发展留出了空间，未来公司通过合作开发的方式进军高端市场的可行性较高。

图表27：潮宏基的竞争力分析

### 竞争程度

- 1、珠宝首饰行业的高端市场被国际著名珠宝品牌垄断，国内企业基本不能与其抗衡；
- 2、大众流行市场的珠宝企业较多，周大福、周生生等企业的竞争力较强，但是尚不具备绝对优势；
- 3、部分区域市场有比较强势的地方品牌，但是基本都不能进行全国性扩张。

### 供应商

- 1、珠宝首饰的原材料主要是黄金、铂金和钻石等贵金属；
- 2、中国是黄金生产大国，首饰用金一部分采用国产一部分进口；
- 3、铂金和钻石基本依靠进口，其中澳大利亚、俄罗斯是主要的铂金进口地；钻石主要由DTC供应；
- 4、珠宝首饰企业是原材料价格的接受者。

### 产品替代

- 1、珠宝首饰企业的产品壁垒主要通过品牌形象来建立，品牌影响力越大，产品的替代性越小；
- 2、大众流行市场的珠宝首饰主要通过设计和款式树立产品壁垒，但是创新易于被模仿；
- 3、标准款式的首饰，如果没有较强的品牌影响力，一般替代性较大。

### 产品需求方

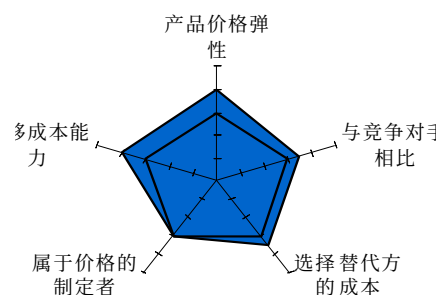
- 1、经济增长和收入增加带来的消费升级使中国进入了珠宝首饰消费的快速增长期；
- 2、中宝协预计中国珠宝首饰行业的整体增速在未来几年将保持在15%以上；K金首饰由于可塑性强、适用范围广，预计未来年增速可达到30%以上；
- 3、35-45岁人群是中高档珠宝首饰的主要消费群体，目前在中国人口结构中占比最大。



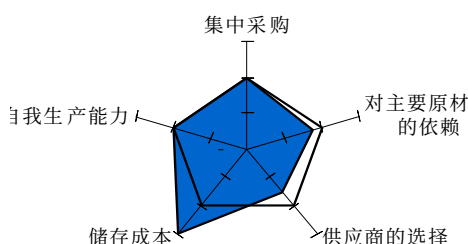
### 公司竞争力分析结论

- 1、潮宏基是国内少数拥有全国性销售网络的珠宝首饰企业，具有一定的品牌知名度；
- 2、公司的设计研发和工艺技术先进，产品风格独特，是公司重要的竞争力之一；
- 3、尽管与周大福、周生生等香港企业相比，潮宏基在品牌知名度上还有一定差距，但是随着其销售网络的扩张，品牌知名度会逐步提高；
- 4、K金是公司的主要产品，与周大福等以黄金饰品为主的企业形成错位竞争。

### 定价能力



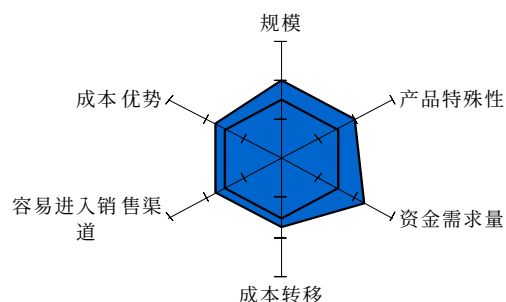
### 供应商



### 新竞争对手

- 1、国内珠宝首饰企业作为新进入者不是公司的主要竞争对手；
- 2、金融危机背景下，国际知名珠宝企业会加大对中国市场的开发，在中国珠宝市场全面开放背景下，对现有企业构成竞争。

### 新竞争对手



来源：国金证券研究所

## 募集资金有利于企业提高产能和渠道扩张速度

- 此次潮宏基拟公开发行普通股 3000 万股，发行后总股本 12000 万股，募集资金主要用于销售网络建设和产能扩张。

图表28：募集资金投向 单位：万元

| 项目名称              | 投资总额    | 募集资金投入金额 | 募集资金投入金额 |       |
|-------------------|---------|----------|----------|-------|
|                   |         |          | 第一年      | 第二年   |
| 销售网络建设项目          | 27853.2 | 25500    | 12000    | 13500 |
| 珠宝生产加工（含设计研发）建设项目 | 6151.6  | 5500     | 3800     | 1700  |
| 合计                | 34004.8 | 31000    | 15800    | 15200 |

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 珠宝连锁门店的扩张有较大的资金需求，本次融资将使潮宏基的渠道扩张速度和销售收入增长跃上新的台阶。

**图表29：计划新开店偶的资金需求 单位：万元**

| 计划新开店铺 | 店数  | 单店铺货库存量 | 总铺货库存量 |
|--------|-----|---------|--------|
| 旗舰店    | 5   | 580     | 2900   |
| 专卖店    | 15  | 344.6   | 5170   |
| 百货联营店  | 80  | 125     | 10000  |
| 小计     | 100 | 180.7   | 18070  |

来源：国金证券研究所

- ◆ 募集资金后，对铺货库存量要求较大的旗舰店和专卖店的扩张速度有所加快，公司将新建 5 家旗舰店和 15 家专卖店；旗舰店和专卖店有较强的品牌辐射作用，可以提升潮宏基在当地的品牌知名度和美誉度，拉动销售收入增长；
- ◆ 从 80 家计划新增联营店的布局看，公司加快了对华北地区的渠道扩张，未来两年新增 19 家联营店；核心区域华东地区的市场开拓继续深入，将新增 26 家联营店；华中和东北的增速也较快，合计新增 21 家联营店；其余地区保持稳定增长；
- ◆ 公司将新建一个面积 3000 平米的培训中心，主要用于对销售和管理人员素质和能力的培养，这将保证企业营销规模扩张后对人才的需求，并保持原有的经营规范化和效率。
- ◆ 并保持原有的经营规范化和效率。



**图表30：潮宏基销售网络建设的具体情况**

| 新店类型 | 性质      | 地点   | 面积 (m <sup>2</sup> ) | 建设进度 |     |
|------|---------|------|----------------------|------|-----|
|      |         |      |                      | 第一年  | 第二年 |
| 旗舰店  | 租       | 杭州   | 250                  | 1    |     |
|      | 租       | 无锡   | 300                  | 1    |     |
|      | 租       | 沈阳   | 200                  |      | 1   |
|      | 租       | 青岛   | 300                  | 1    |     |
|      | 租       | 上海   | 250                  |      | 1   |
|      |         | 小计   | 1300                 | 3    | 2   |
| 专卖店  | 买       | 广州   | 120                  | 1    |     |
|      | 买       | 苏州   | 150                  | 1    |     |
|      | 买       | 常州   | 150                  |      | 1   |
|      | 租       | 安徽六安 | 150                  | 1    |     |
|      | 租       | 汕头   | 250                  | 2    |     |
|      | 租       | 厦门   | 300                  | 1    | 1   |
|      | 租       | 张家港  | 150                  | 1    |     |
|      | 租       | 广州   | 300                  |      | 2   |
|      | 租       | 宁波   | 150                  | 1    |     |
|      | 租       | 温州   | 150                  |      | 1   |
|      | 租       | 佛山   | 150                  | 1    |     |
|      | 租       | 潮州   | 100                  | 1    |     |
|      |         | 小计   | 2120                 | 10   | 5   |
| 联营店  |         | 东北   | 400                  | 6    | 2   |
|      |         | 华北   | 950                  | 9    | 10  |
|      |         | 华东   | 1300                 | 11   | 15  |
|      | 与百货商场联营 | 华南   | 200                  | 2    | 2   |
|      |         | 华中   | 650                  | 6    | 7   |
|      |         | 西北   | 300                  | 4    | 2   |
|      |         | 西南   | 200                  | 2    | 2   |
|      |         | 小计   | 4000                 | 43   | 37  |
| 合计   |         |      | 7420                 | 56   | 44  |

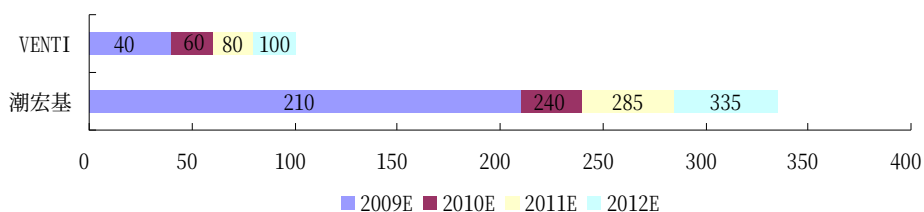
来源：招股说明书、国金证券研究所

## 盈利预测与估值

### 收入增长与盈利预测

- 我们预测 2009-2011 年，潮宏基分别实现销售收入 5.53 亿元、7.60 亿元和 10.5 亿元，年增长率分别为 23.27%、37.45%和 38.14%，实现净利润 0.80 亿元、1.26 亿元、1.49 亿元，年增长率为 56.31%、57.5%和 17.86%（2011 年所得税率提高 13%至 24%），2009-2011 年按发行后股本摊薄的 EPS 分别为 0.669 元、1.053 元和 1.241 元。
- 根据调研了解，潮宏基的新开联营店的平均培育期为 3 个月，对新开店和老店的收入做单独预测的意义不大；“潮宏基”和“VENTI”品牌所处成长阶段不同，我们分别对二者的自营店进行收入预测。
- ◆ 假设 2009-2011 年潮宏基的自营店总数分别达到 240 家、305 家和 380 家，其中“潮宏基”的自营店在 2011 年达到 290 家，“VENTI”的自营店达到 90 家；

图表31：“潮宏基”和“VENTI”品牌未来3年的门店数量假设



来源：国金证券研究所

- ◆ 根据调研了解，潮宏基过去几年的平均单店增长在 15%左右，我们分别给予“潮宏基”和“VENTI”每年 15%和 20%的同店增长率；
- ◆ “潮宏基”品牌成熟度较高，我们假设 2009 年期平均单店收入为 200 万元，“VENTI”2008 年进入盈利期以来的盈利情况良好，我们假设其平均单店收入为 145 万元；

#### 绝对估值

- 用 DCF 估值法计算的潮宏基的价格是 **28.79 元/股**。
- ◆ 我们用三阶段 DCF 模型估值，第一阶段 3 年（2009-2011），第二阶段和第三阶段分别是 8 年；
- ◆ 我们预计未来 5-10 年中国将发展成世界主要的珠宝首饰消费市场，行业的年均增速可保持在 10%以上，给予潮宏基第二阶段 15%的增长率从，第三阶段为 8%，永续增长率保持在 3%。

图表32：FCFE 估值模型

| FCFE估值   | 现金流折现值<br>(百万元) | 价值百分比   |
|----------|-----------------|---------|
| 第一阶段     | 269.63          | 7.80%   |
| 第二阶段     | 813.33          | 23.54%  |
| 第三阶段     | 871.12          | 25.21%  |
| 后续阶段（终值） | 1,500.99        | 43.44%  |
| 股权资本的价值  | 3,455.08        | 100.00% |
| 股本（百万股）  | 120.00          |         |
| 每股价值（元）  | <b>28.79</b>    |         |

来源：国金证券研究所

图表33：敏感性测试结果

| Ke     | 长期增长率(g) |       |       |       |       |       |       |       |
|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        | 1.00%    | 1.50% | 2.00% | 2.50% | 3.00% | 3.50% | 4.00% | 4.50% |
| 8.50%  | 33.29    | 34.41 | 35.71 | 37.23 | 39.02 | 41.18 | 43.81 | 47.09 |
| 9.00%  | 30.45    | 31.36 | 32.40 | 33.60 | 35.00 | 36.66 | 38.65 | 41.08 |
| 9.50%  | 27.98    | 28.73 | 29.57 | 30.53 | 31.64 | 32.94 | 34.47 | 36.31 |
| 10.00% | 25.83    | 26.44 | 27.13 | 27.91 | 28.80 | 29.83 | 31.02 | 32.44 |
| 10.50% | 23.93    | 24.44 | 25.00 | 25.64 | 26.36 | 27.19 | 28.14 | 29.25 |
| 11.00% | 22.25    | 22.68 | 23.14 | 23.67 | 24.26 | 24.92 | 25.69 | 26.57 |
| 11.50% | 20.76    | 21.12 | 21.51 | 21.94 | 22.42 | 22.97 | 23.59 | 24.29 |
| 12.00% | 19.43    | 19.73 | 20.05 | 20.41 | 20.82 | 21.26 | 21.77 | 22.34 |
| 12.50% | 18.23    | 18.48 | 18.76 | 19.06 | 19.39 | 19.77 | 20.18 | 20.65 |
| 13.00% | 17.15    | 17.36 | 17.60 | 17.85 | 18.13 | 18.44 | 18.79 | 19.17 |
| 13.50% | 16.17    | 16.36 | 16.55 | 16.77 | 17.01 | 17.27 | 17.56 | 17.88 |

来源：国金证券研究所

### 相对估值

- 比较国内同类企业和已经进入成熟期的国际珠宝首饰企业的估值情况，我们认为可以给予潮宏基 25-30 倍 PE；
- 考虑到“潮宏基”是 A 股市场上第一家真正意义上的全国性珠宝首饰连锁企业，我们认为其可以享受 10% 的估值溢价，合理估值区间为 28-33 倍 PE，对应合理的价格区间为 **29.5-34.7 元/股**。
- ◆ 登录资本市场可使公司获得充足的资金支持，产能和渠道扩张提速，同时品牌知名度和美誉度也可获得相当程度的提高。

图表34：同行业上市公司的估值比较

| 代码        | 名称              | 价格   | ROE %  | P/S | P/B | P/E   | P/E Y-5 |
|-----------|-----------------|------|--------|-----|-----|-------|---------|
|           | 潮宏基             | -    | 23.5%  |     |     | ——    |         |
| 600086 CH | 东方金钰            | 10.3 | 2.5%   | 3.5 | 8.4 | 341.3 | 0.00    |
| 002173 CH | 山下湖             | 17.3 | 4.6%   | 4.5 | 3.6 | 77.7  | 0.00    |
| 000026 CH | 飞亚达             | 11.7 | 9.8%   | 6.0 | 4.2 | 34.3  | 0.00    |
| 600612 CH | 老凤祥             | 27.5 | 16.4%  | 2.3 | 8.2 | 45.8  | 0.00    |
| TIF US    | TIFFANY & CO    | 42.6 | 9.3%   | 1.9 | 2.9 | 21.4  | 27.34   |
| SIG US    | SIGNET JEWELERS | 25.7 | -19.8% | 0.7 | 1.3 | 15.4  | 0.00    |
| 113 HK    | 迪生创建            | 4.2  | 2.7%   | 0.4 | 0.4 | 25.5  | 18.12   |
| 116 HK    | 周生生             | 8.9  | 12.2%  | 0.4 | 1.0 | 8.5   | 10.06   |
| 417 HK    | 谢瑞麟             | 2.3  | 13.5%  | 0.2 | 0.8 | 6.2   | 22.11   |
| 590 HK    | 六福集团            | 5.8  | 23.5%  | 0.3 | 0.8 | 3.7   | 9.25    |

来源：Bloomberg、国金证券研究所

### PEG 估值

- 观察近期在中小板上市的可选消费类公司，其上市首日的开盘价对应 2009 年 EPS 的 PE 区间为 35-68 倍，对应 2010 年 EPS 的 PE 区间为 28-51 倍。
- 我们认为可以用 PEG 法对公司价值进行评估，2010-2012 年，根据测算，潮宏基剔除税收影响后的净利润年均复合增长率为 37.89%，潮宏基 2010 年的每股收益为 1.053 元，按照 PEG 为 1-1.2 倍估值，合理的市场价格区间为 **39.90 元/股-47.87 元/股**。

图表35：消费类新股相对估值比较

| 证券简称 | 行业   | 上市首日<br>开盘价 | 2009<br>预测EPS | 2010<br>预测EPS | 2009 PE | 2010 PE |
|------|------|-------------|---------------|---------------|---------|---------|
| 家润多  | 可选消费 | 40          | 0.77          | 0.98          | 51.9    | 40.8    |
| 天润曲轴 | 可选消费 | 21.25       | 0.53          | 0.64          | 40.4    | 33.1    |
| 星期六  | 可选消费 | 21.5        | 0.57          | 0.73          | 37.6    | 29.6    |
| 奥飞动漫 | 可选消费 | 42          | 0.67          | 0.90          | 63.0    | 46.7    |
| 罗莱家纺 | 可选消费 | 34          | 0.97          | 1.20          | 35.1    | 28.2    |
| 湘鄂情  | 可选消费 | 26.66       | 0.43          | 0.57          | 62.0    | 46.7    |
| 雅致股份 | 可选消费 | 30.5        | 0.49          | 0.60          | 61.7    | 51.1    |
| 洪涛股份 | 可选消费 | 36.6        | 0.54          | 0.82          | 68.0    | 44.8    |

来源：Wind、国金证券研究所

## 风险提示

- 中国作为珠宝首饰行业的新兴市场，必将吸引更多的国际企业进入，未来有市场竞争加剧的风险；
- 百货商场是目前中国珠宝首饰的主要销售场所，潮宏基大部分的店铺采取与百货商场联营的模式，未来有门店经营成本上升的风险；
- 黄金、铂金、钻石在潮宏基的原材料成本中占比较大，未来有贵金属和宝石价格大幅波动的风险；
- 潮宏基的所得税在 2009-2011 年分别达到 10%、11%和 24%，公司正在申请“高新技术企业”称号以获得税收减免，有申请不获通过的风险。

### 附录：三张报表预测摘要

#### 损益表 (人民币百万元)

|              | 2006  | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入       | 237   | 342   | 449   | 553   | 760   | 1,050 |
| 增长率          |       | 44.0% | 31.3% | 23.3% | 37.5% | 38.1% |
| 主营业务成本       | -188  | -243  | -290  | -346  | -467  | -640  |
| % 销售收入       | 79.3% | 71.0% | 64.5% | 62.5% | 61.5% | 61.0% |
| 毛利           | 49    | 99    | 159   | 207   | 293   | 409   |
| % 销售收入       | 20.7% | 29.0% | 35.5% | 37.5% | 38.5% | 39.0% |
| 营业税金及附加      | 0     | 0     | -1    | -1    | -1    | -2    |
| % 销售收入       | 0.1%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  |
| 营业费用         | -15   | -35   | -78   | -93   | -125  | -173  |
| % 销售收入       | 6.5%  | 10.3% | 17.3% | 16.8% | 16.5% | 16.5% |
| 管理费用         | -10   | -15   | -18   | -18   | -24   | -31   |
| % 销售收入       | 4.4%  | 4.4%  | 4.0%  | 3.2%  | 3.2%  | 3.0%  |
| 息税前利润 (EBIT) | 23    | 48    | 63    | 96    | 142   | 203   |
| % 销售收入       | 9.7%  | 14.2% | 14.0% | 17.4% | 18.7% | 19.4% |
| 财务费用         | -1    | -2    | -6    | -4    | 7     | 6     |
| % 销售收入       | 0.4%  | 0.6%  | 1.3%  | 0.7%  | -0.9% | -0.6% |
| 资产减值损失       | 0     | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益         | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| % 税前利润       | n.a   | 0.0%  | 1.1%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 营业利润         | 22    | 46    | 57    | 92    | 149   | 209   |
| 营业利润率        | 9.2%  | 13.6% | 12.6% | 16.6% | 19.6% | 19.9% |
| 营业外收支        | 0     | 0     | 1     | 1     | 0     | 0     |
| 税前利润         | 22    | 47    | 57    | 93    | 149   | 209   |
| 利润率          | 9.2%  | 13.7% | 12.8% | 16.9% | 19.6% | 19.9% |
| 所得税          | 0     | 0     | -5    | -9    | -16   | -50   |
| 所得税率         | 0.2%  | -0.1% | 9.2%  | 10.0% | 11.0% | 24.0% |
| 净利润          | 22    | 47    | 52    | 84    | 132   | 159   |
| 少数股东损益       | 0     | 0     | 1     | 4     | 6     | 10    |
| 归属于母公司的净利    | 22    | 47    | 51    | 80    | 126   | 149   |
| 净利率          | 9.2%  | 13.7% | 11.4% | 14.5% | 16.6% | 14.2% |

#### 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 0    | 0    | 0    | 84    | 132   | 159   |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 0    | 0    | 0    | 3     | 3     | 4     |
| 非经营收益    | 0    | 0    | 0    | 2     | -7    | -6    |
| 营运资金变动   | 0    | 0    | 0    | 65    | -57   | -37   |
| 经营活动现金净流 | 0    | 0    | 0    | 154   | 72    | 119   |
| 资本开支     | -7   | -18  | -25  | 31    | -24   | -25   |
| 投资       | 0    | 0    | 0    | -1    | 0     | 0     |
| 其他       | 0    | 0    | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流 | -7   | -18  | -23  | 30    | -24   | -25   |
| 股权募资     | 0    | 73   | 5    | 0     | 577   | 0     |
| 债权募资     | -1   | 66   | -5   | -75   | 0     | 1     |
| 其他       | -8   | -65  | -10  | -4    | 7     | 6     |
| 筹资活动现金净流 | -9   | 74   | -10  | -79   | 584   | 7     |
| 现金净流量    | -16  | 56   | -33  | 105   | 631   | 101   |

#### 资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2006  | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 12    | 17    | 32    | 137   | 769   | 870   |
| 应收款项     | 26    | 34    | 33    | 34    | 45    | 56    |
| 存货       | 134   | 242   | 294   | 265   | 346   | 439   |
| 其他流动资产   | 1     | 3     | 3     | 5     | 7     | 8     |
| 流动资产     | 172   | 296   | 363   | 442   | 1,166 | 1,373 |
| % 总资产    | 83.7% | 85.8% | 86.9% | 95.1% | 96.4% | 95.5% |
| 长期投资     | 2     | 2     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 固定资产     | 21    | 28    | 25    | 11    | 34    | 56    |
| % 总资产    | 10.1% | 8.1%  | 6.0%  | 2.3%  | 2.8%  | 3.9%  |
| 无形资产     | 10    | 18    | 29    | 9     | 8     | 6     |
| 非流动资产    | 34    | 49    | 55    | 23    | 44    | 65    |
| % 总资产    | 16.3% | 14.2% | 13.1% | 4.9%  | 3.6%  | 4.5%  |
| 资产总计     | 206   | 344   | 417   | 465   | 1,210 | 1,438 |
| 短期借款     | 60    | 50    | 75    | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项     | 54    | 61    | 66    | 94    | 132   | 184   |
| 其他流动负债   | 0     | -11   | 5     | 16    | 14    | 30    |
| 流动负债     | 114   | 100   | 146   | 110   | 146   | 214   |
| 长期贷款     | 0     | 30    | 0     | 0     | 0     | 1     |
| 其他长期负债   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债       | 114   | 130   | 146   | 110   | 146   | 215   |
| 普通股股东权益  | 92    | 215   | 261   | 341   | 1,044 | 1,193 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 10    | 14    | 20    | 30    |
| 负债股东权益合计 | 206   | 344   | 417   | 465   | 1,210 | 1,438 |

#### 比率分析

|            | 2006   | 2007    | 2008   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|------------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |        |         |        |         |         |         |
| 每股收益       | 0.243  | 0.519   | 0.570  | 0.669   | 1.053   | 1.241   |
| 每股净资产      | 1.316  | 2.386   | 2.901  | 3.793   | 8.703   | 9.945   |
| 每股经营现金净流   | 0.173  | -0.571  | 0.530  | 1.285   | 0.597   | 0.996   |
| 每股股利       | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.000   |
| 回报率        |        |         |        |         |         |         |
| 净资产收益率     | 23.77% | 21.77%  | 19.66% | 23.51%  | 12.10%  | 12.48%  |
| 总资产收益率     | 10.64% | 13.57%  | 12.30% | 17.27%  | 10.45%  | 10.36%  |
| 投入资本收益率    | 15.19% | 16.43%  | 16.44% | 24.31%  | 11.86%  | 12.61%  |
| 增长率        |        |         |        |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | N/A    | 43.99%  | 31.33% | 23.27%  | 37.45%  | 38.14%  |
| EBIT增长率    | N/A    | 109.37% | 29.44% | 53.16%  | 47.75%  | 43.32%  |
| 净利润增长率     | N/A    | 113.59% | 9.81%  | 56.31%  | 57.50%  | 17.86%  |
| 总资产增长率     | N/A    | 67.43%  | 21.14% | 11.39%  | 160.28% | 18.91%  |
| 资产管理能力     |        |         |        |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 16.5   | 26.6    | 22.8   | 18.0    | 17.0    | 15.0    |
| 存货周转天数     | 129.5  | 282.5   | 338.2  | 280.0   | 270.0   | 250.0   |
| 应付账款周转天数   | 24.4   | 52.0    | 52.3   | 50.0    | 53.0    | 55.0    |
| 固定资产周转天数   | 32.1   | 24.5    | 18.8   | 5.0     | 12.5    | 15.1    |
| 偿债能力       |        |         |        |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | 51.46% | 29.37%  | 15.85% | -38.70% | -72.24% | -71.06% |
| EBIT利息保障倍数 | 26.2   | 24.7    | 10.8   | 24.6    | -20.3   | -33.9   |
| 资产负债率      | 55.23% | 37.65%  | 35.04% | 23.59%  | 12.03%  | 14.97%  |

来源：公司年报、国金证券研究所



### 定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；  
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。