

潮宏基（002345）：差异化竞争，做 K 金细分市场的领跑者

商业

合理价：31.85-36.40 元

报告日期：2010 年 1 月 16 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	448.59	574.27	712.21	955.78
(+/-)	31.33%	28.02%	24.02%	34.20%
营业利润	56.55	92.78	129.17	177.05
(+/-)	21.98%	64.06%	39.23%	37.06%
归属于母公司 的净利润	51.34	80.35	109.22	129.17
(+/-)	9.81%	56.51%	35.92%	18.27%
每股收益（元）	0.44	0.67	0.91	1.08

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010.1.18/--
发行后总股本（万股）	12000
发行股数（万股）	3000
发行价格（元）	33.00
发行市盈率（倍）	79.17
发行动态市盈率（倍）	36.26
行业滚动市盈率（倍）	46.17
第一大股东	汕头市潮鸿基投资 有限公司
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	46.97 % / 35.23%
发行前每股净资产（元）	3.24
发行前资产负债率	32.43%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相消费品组

联系人：焉娇

021-58824282*834 yanj@txsec.com

组长：张学鹏 zhangxp@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次将发行 A 股 3000 万股，发行后总股本为 12000 万股，发行价为 33 元/股。公司第一大股东为潮鸿基投资，持股 4227.38 万股，发行后持股比例约为 35.23%；实际控制人为廖木枝。
- **差异化经营，定位 K 金细分市场。**珠宝首饰行业主要分为黄金、铂金、K 金、其他，其中 K 金是时尚珠宝首饰的代表。公司从事高档时尚珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售，主要生产 K 金珠宝首饰，与周大福、周生生、谢瑞麟、老凤祥等竞争对手进行差异化竞争。2006-2009 三年一期数据显示，公司毛利率分别为 20.67%、28.96%、35.46%、39.52%，高于大部分竞争者。
- **珠宝首饰行业前景广阔。**珠宝首饰行业的发展，看全球平稳增长，看中国持续景气。珠宝首饰消费已成为继住房、汽车之后的第三大消费热点，进入高速发展阶段。根据国家统计局提供的数据显示，近年来，黄金珠宝类商品零售总额持续保持20%左右的增长。随着女性购买力提高、婚嫁大潮来临，将推动行业持续高速增长。
- **公司核心竞争力：定位清晰、经营模式有效。**1) 定位K金，引领珠宝首饰时尚，差异化竞争，保持高增长；2) “品牌经营+产品设计+连锁销售”的经营模式有效实现产业链全控制，有助于提升品牌形象，配合自主设计的优势、连锁销售的营销网络，提升企业的盈利能力。
- **募股资金投向分析。**公司募投项目是销售网络建设项目和珠宝生产加工（含设计研发）项目，建成后可新增100家自营店和1家终端管理培训中心、15,000m²的生产厂房以及3,000m²的品牌设计研发中心，拓宽销售渠道的同时，配合产能扩张与研发设计能力提升，长期将提高公司综合竞争力。
- **盈利预测：**以公司IPO后12000万股总股本计算，我们预计公司2009-2011年EPS分别为0.67元、0.91元和1.08元。在综合考虑了行业估值水平、公司市场地位及未来战略等因素后，我们认为公司合理价格在31.85-36.40元。
- **风险提示：**原料价格波动、税负加重、对百货企业依赖等风险。

正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司简介及股权结构	4
1.2 主营业务	6
1.3 发展战略：打造中国最具盈利能力的珠宝首饰品牌运营商	6
2. 珠宝首饰行业状况	7
2.1 全球珠宝首饰行业平稳增长	7
2.2 中国珠宝首饰行业持续景气	9
2.3 中国珠宝首饰行业渐向“品牌渠道商”集聚	11
3. 公司竞争能力分析	12
4. 募集资金项目概况	15
5. 业务分析	17
5.1 主营业务收入及利润情况	17
6. 盈利预测	18
7. 合理区间： 31.85 元-36.40 元	20
8. 风险提示	20

图表目录

图表 1	潮宏基历史沿革及股权形成图	4
图表 2	潮宏基股权结构图（发行前）	5
图表 3	潮宏基发行上市前后股权变化	5
图表 4	潮宏基分产品营业收入（左）及毛利（右）情况	6
图表 5	全球珠宝首饰市场销售额预测	7
图表 6	全球珠宝首饰黄金需求“量价齐升”	8
图表 7	批发零售贸易业金银珠宝类商品零售总额及增长情况	9
图表 8	全国百家重点大型零售企业金银珠宝类商品零售总额及增长情况	9
图表 9	中国女性珠宝拥有率远低于亚洲其他国家地区	10
图表 10	“80 后”人口总数超过 2.28 亿	11
图表 11	珠宝首饰行业发展阶段	11
图表 12	目前中国珠宝首饰行业主要品牌分布及定位	12
图表 13	珠宝首饰的划分	12
图表 14	潮宏基主要竞争对手	13
图表 15	2009 年，“潮宏基”品牌位列珠宝首饰行业品牌价值第二名	14
图表 16	公司品牌专营店分布情况及自营店历年增长情况	14
图表 17	募集资金使用计划（万元）	15
图表 18	销售网络建设项目规划	15
图表 19	珠宝生产加工（含设计研发）建设项目规划	16
图表 20	潮宏基主营业务收入及毛利情况	17
图表 21	分渠道收入占比及毛利情况	17
图表 22	同行业公司毛利率对比	18
图表 23	潮宏基 2009-2011 门店增长情况	18
图表 24	潮宏基盈利预测	19
图表 25	A 股可比上市公司估值水平	20

1. 公司概况

1.1 公司简介及股权结构

广东潮宏基实业股份有限公司最早的前身是汕头潮鸿基有限公司，成立于1996年，主营业务是珠宝首饰产品的设计、开发、生产、销售，拥有“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌，产品包括K金珠宝首饰、铂金珠宝首饰和其他珠宝首饰，但以K金珠宝首饰为主。公司历经数次股权变更，其主营业务、业务模式及流程均未发生过变化。

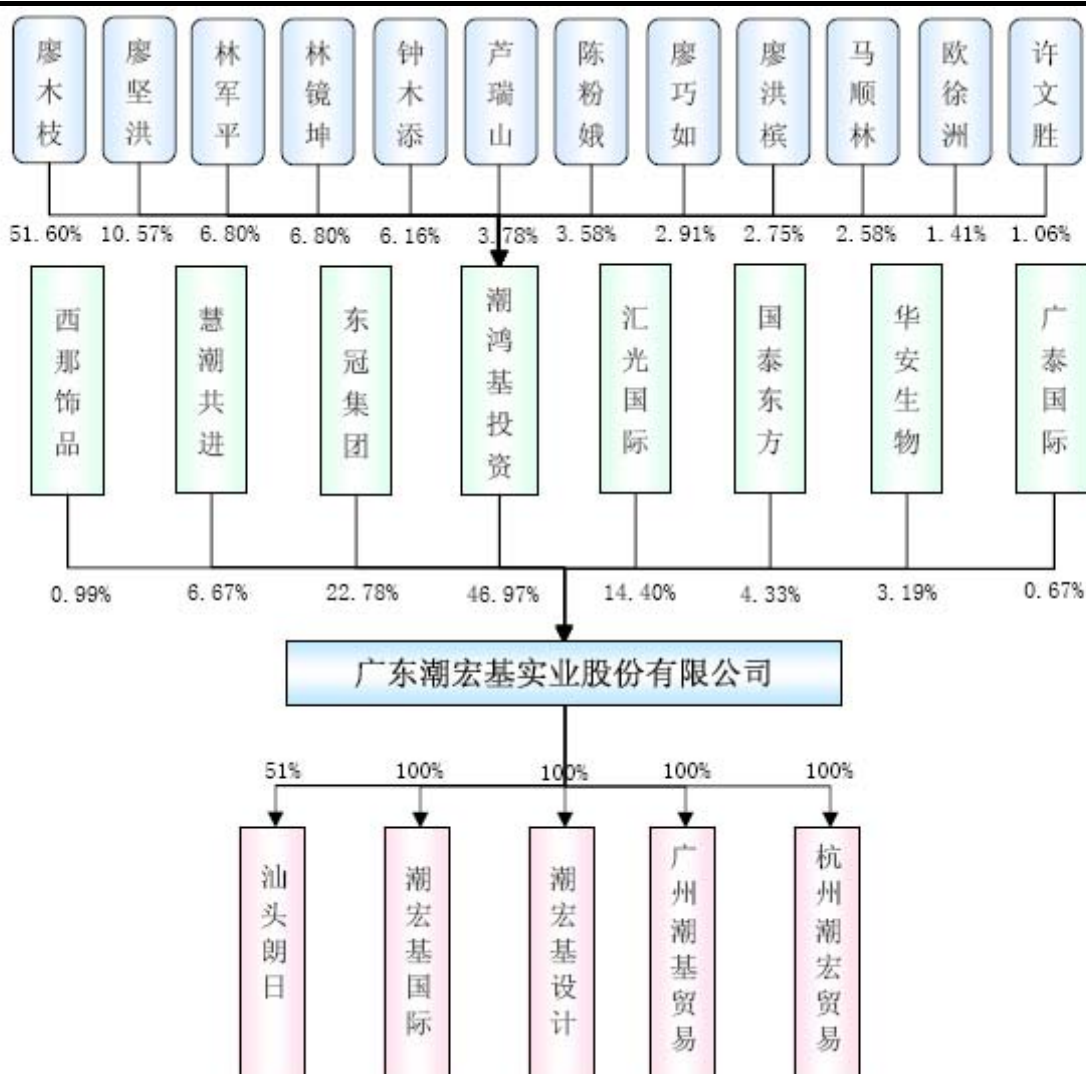
图表 1 潮宏基历史沿革及股权形成图



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

股份公司设立至今，控股股东一直是潮鸿基投资，实际控制人一直是廖木枝。发行前潮鸿基投资持有公司46.97%股权，实际控制人廖木枝通过持有潮鸿基投资51.60%股权而间接持有公司24.24%股权。

图表 2 潮宏基股权结构图（发行前）



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

本次股票发行完成后，潮鸿基投资持股比例下降至35.23%，但其控股股东及实际控制人的地位并无变化。

图表 3 潮宏基发行上市前后股权变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
汕头市潮鸿基投资有限公司	4,227.384	46.97	4,227.384	35.23
东冠集团有限公司	2,050.000	22.78	2,050.000	17.08
汇光国际有限公司	1,296.282	14.40	1,296.282	10.80
上海慧潮共进投资有限公司	600.000	6.67	600.000	5.00
国泰东方国际集团有限公司	390.000	4.33	390.000	3.25

河北华安生物药业有限公司	286.986	3.19	286.986	2.39
深圳市西那饰品有限公司	89.348	0.99	89.348	0.74
广泰国际有限公司	60.000	0.67	60.000	0.50
社会公众投资者	—	—	3,000.000	25.00
	9,000.000	100.00	12,000.000	100.00

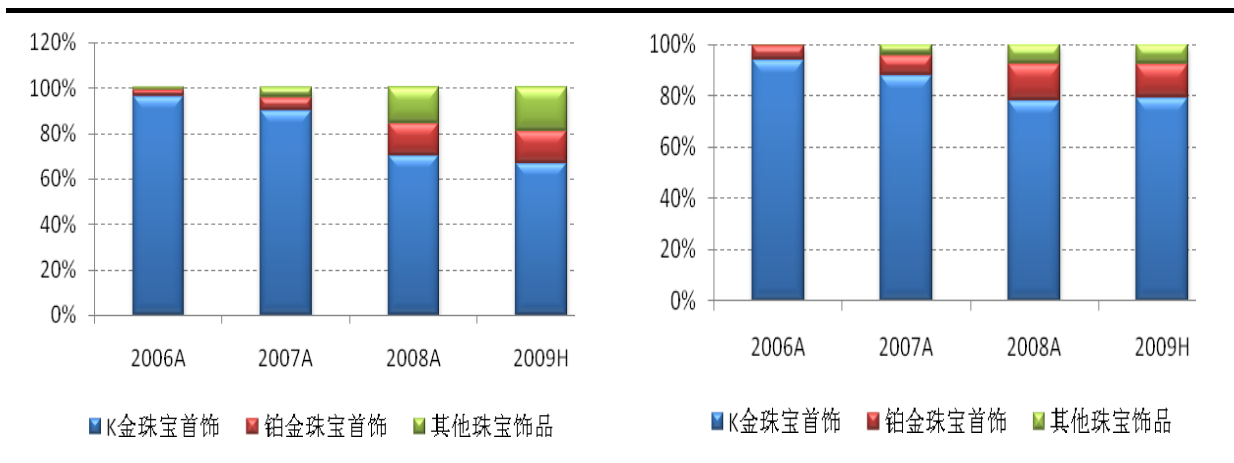
资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

1.2 主营业务

公司从事高档时尚珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售，主要产品为K金珠宝首饰、铂金珠宝首饰和其他珠宝首饰，核心业务是对“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌的连锁经营管理。公司自设立以来，主营业务及产品未发生重大变化。截至2009年6月末，公司已形成覆盖全国27个省（市、自治区）80多个主要城市，拥有279家品牌专营店的销售网络。

公司最主要的产品是K金珠宝首饰，2006-2009三年一期的财务数据表明，公司来自K金珠宝首饰的收入占比分别为96.36%、90.32%、70.13%、66.83%，毛利占比分别为93.80%、88.11%、78.23%、79.32%。

图表 4 潮宏基分产品营业收入（左）及毛利（右）情况



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

公司在最近几年的经营中，成功地转型为一家“品牌经营+产品设计+连锁销售”三位一体、自有渠道比例不断提高的连锁经营型企业，在以品牌经营为核心，以优质渠道为载体，以K金珠宝首饰为主导产品的基础上，不断丰富产品线，实现公司的毛利率水平和盈利能力持续稳步增长。

1.3 发展战略：打造中国最具盈利能力的珠宝首饰品牌运营商

公司以“弘扬东方文化，汲取世界精华，引领中国时尚，璀璨人类生活”为企业

使命，坚持走专业化品牌发展路线，在巩固现有行业地位的基础上，充分利用已有品牌和营销网络优势，发展多品牌经营，提高市场占有率。

公司一直秉承自主原创设计理念，依托不断提高的品牌影响力和不断优化的销售渠道，在自主创新中不断提高生产工艺和管理水平，打造中国最具盈利能力的珠宝首饰品牌运营商。

具体到各项主要业务上，公司的战略目标主要体现在：

(1) 品牌目标：在准确的品牌定位基础上，通过个性化的品牌公关活动、事件营销、品牌互动及顾客关系维护等手段，进一步提升品牌知名度和美誉度，成为国内时尚珠宝首饰品牌的领先者。

(2) 营销网络目标：公司将通过募投项目的实施，有步骤的在发行当年及未来二年内采取自营店形式扩展营销网络，重点将对现有华东、东北等成熟区域市场进一步深度发展，再向华北、华南、西南、西北及华中地区进行战略性扩张。公司力争在2010年实现全国范围内拥有销售网点数量超过380个，基本覆盖全国500万以上人口城市。

(3) 管理目标：以持续改进、追求卓越为管理理念，运用信息化管理支持平台，分阶段导入并实施以量化管理为基础的管理体系，建成覆盖品牌管理、渠道管理、终端管理、组织管理、产品设计和人力资源管理的六大标准量化管理系统。

(4) 人才目标：培养一支与经营规模相匹配的专业人才队伍。

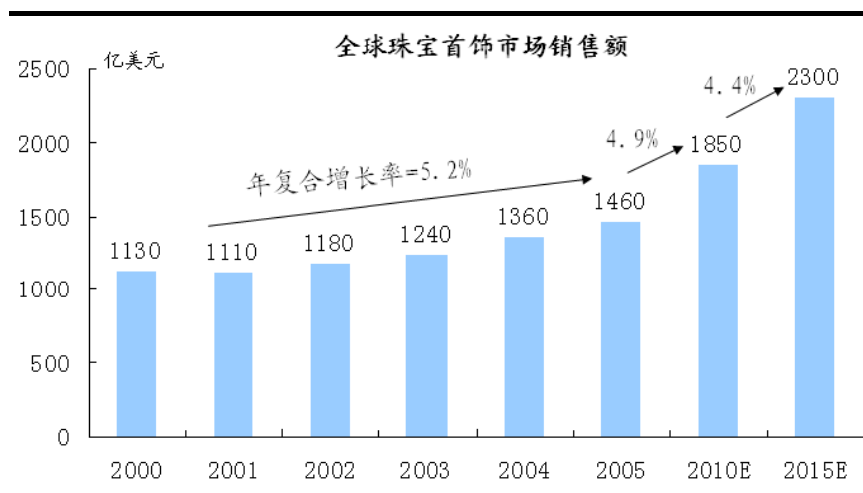
2. 珠宝首饰行业状况

2.1 全球珠宝首饰行业平稳增长

从全球珠宝首饰市场发展情况来看，近年来一直保持平稳增长，其中，中国和印度是推动其增长的主要力量。全球黄金需求构成中，珠宝首饰需求占比超过70%，是最主要的部分，而中国和印度在全球黄金消费者需求中一直拥有三成至四成的比重。根据世界黄金协会（WGC）最新公布的数据显示，2009年第三季度，中国内地黄金消费需求同比增加12%，达到历史最高的120.2吨。其中，黄金首饰需求同比上升8%，达到93.5吨。

纵观数百年来世界珠宝发展史，精致与奢华的珠宝首饰已成为人类美好爱情和尊贵身份的象征。在现今国际珠宝首饰市场上，以卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bulgari)及蒂芙尼(Tiffany)三大顶尖珠宝品牌为代表，引领了行业发展潮流。它们凭着历史悠久的品牌、创新独特的设计、精致绝伦的工艺与品质，成为全球高端消费阶层梦寐以求的高档消费品。相关资料显示，过去三年，卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bulgari)及蒂芙尼(Tiffany)三大顶尖品牌企业均保持了稳健快速发展。

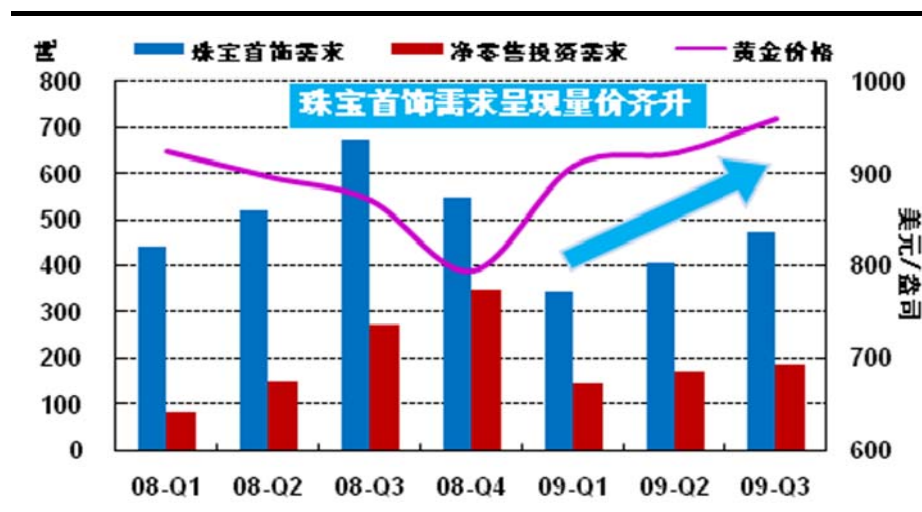
图表 5 全球珠宝首饰市场销售额预测



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

在消费市场方面，美国是世界珠宝首饰第一大消费国，2006年珠宝销售额增长7%至630亿美元，高于2005年的589亿美元，但由于其市场规模较大，近年来的增长率略低于世界平均水平；而中国与印度的珠宝首饰市场发展迅速。这一点可以从黄金需求的单季度数据比较看出。从历史数据来看，珠宝首饰需求与黄金价格呈现较明显的负相关关系，但是，这一关系在2009年被打破，由于印度和中国珠宝首饰市场强劲的恢复性增长，使得2009年珠宝首饰的黄金需求出现了量价齐升的局面。根据世界黄金协会的预计，第四季度，随着中国的国庆节、新年以及春节、印度Diwali节（10月或11月）以及传统的结婚季节（10月至来年的1月，4月及5月）到来，珠宝首饰消费进入旺盛时期，从而带动全球黄金消费需求增长的趋势将更为显著。目前，中国已经成为世界上最大的玉石和翡翠消费市场、世界第二大黄金消费国、世界第二大钻石加工基地。

图表 6 全球珠宝首饰黄金需求“量价齐升”

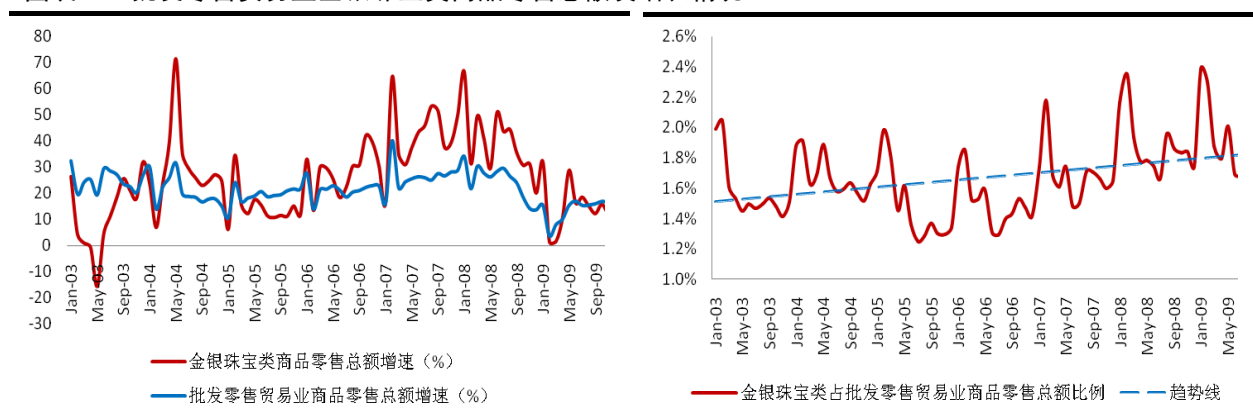


数据来源：WGC、天相投顾整理

2.2 中国珠宝首饰行业持续景气

中国的珠宝首饰行业的兴起始于上世纪80年代初，属新兴行业。在中国经济持续快速增长和人均收入水平不断提高的背景下，人们在满足基本生活需要的基础上，逐渐增加了对高档消费品的消费，珠宝首饰消费已成为继住房、汽车之后的第三大消费热点，进入高速发展阶段。根据国家统计局提供的数据显示，近年来，黄金珠宝类商品零售总额持续保持20%左右的增长，且其增速超过批发零售业总体，其占批发零售贸易业商品零售总额比例也持续攀升。

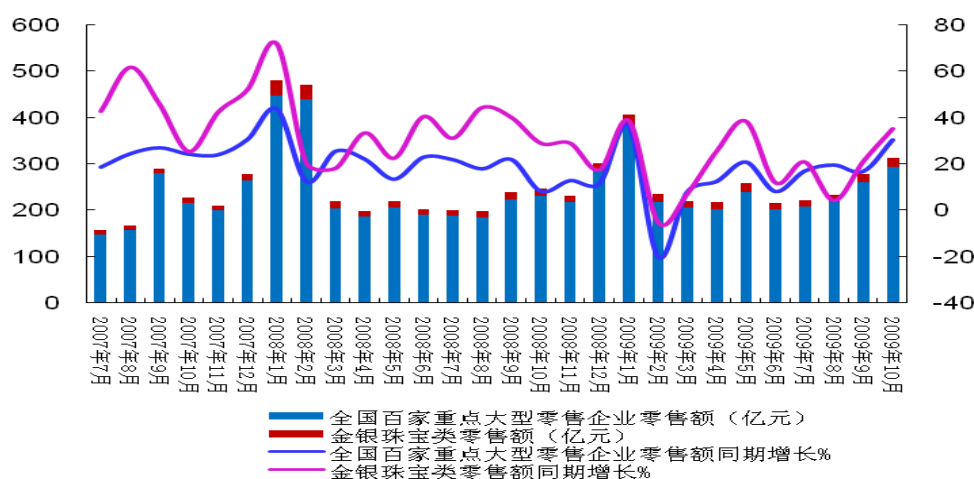
图表 7 批发零售贸易业金银珠宝类商品零售总额及增长情况



数据来源：国家统计局、天相投顾整理

从全国百家大型零售企业销售数据来看，这一特征更加明显。2009年10.1黄金周期间，百家大型零售企业金银珠宝类零售额同比增35.64%，为所有品类中增幅最大。

图表 8 全国百家重点大型零售企业金银珠宝类商品零售总额及增长情况



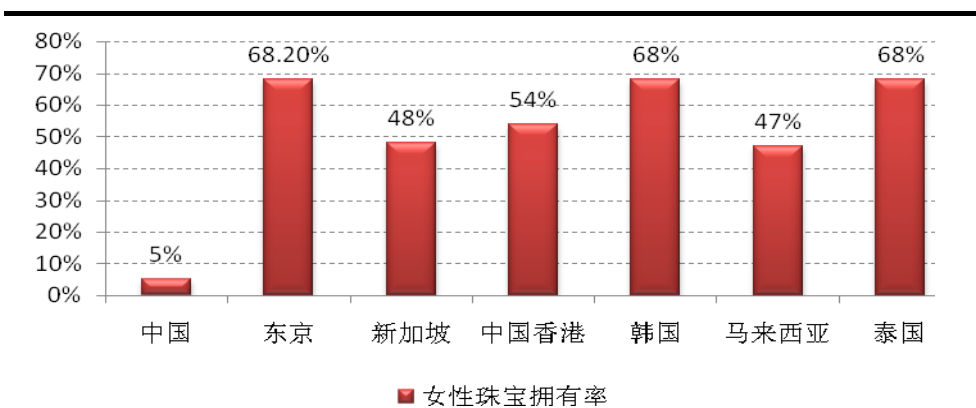
数据来源：国家统计局、天相投顾整理

珠宝首饰消费不仅仅是满足单纯的增值保值需要，更多的是满足其艺术和精神层面的需求，是消费者追求时尚、彰显个性和身份地位的需要，珠宝首饰行业的快速成长，是我国消费升级的必然结果，新的消费需求将成为未来我国珠宝首饰消费市场新的增长点。

除消费升级带来的珠宝消费需求外，女性消费者购买力的迅速提高与80后“婚嫁大潮”无疑也将推动珠宝首饰消费持续增长。

根据权威机构调查显示，女性占据珠宝首饰消费市场的最大份额。随着经济的不断发展，女性购买能力不断提高，女性对珠宝首饰的需求也与日俱增。2005年，女性饰品消费量全球超过14.1亿元。而目前我国女性珠宝首饰人均占有率尚不足5%，远低于亚洲其他国家、地区。我国有13亿人口，其中女性超过6亿，因此我国女性市场需求的潜力十分巨大。

图表 9 中国女性珠宝拥有率远低于亚洲其他国家地区



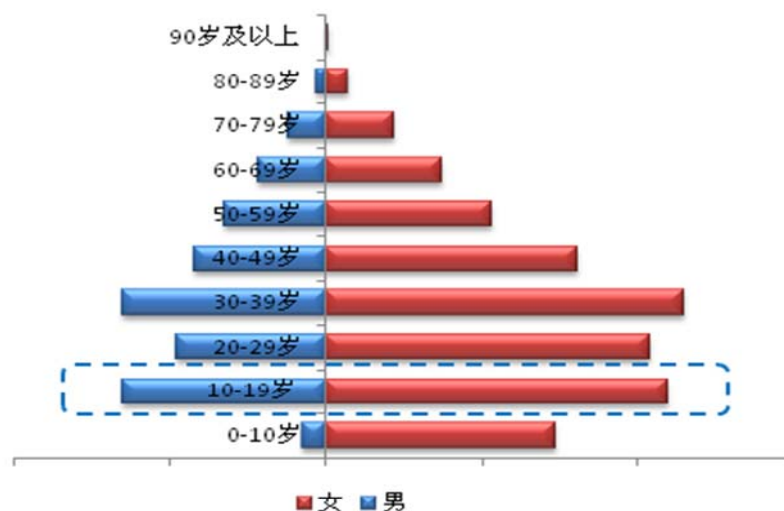
数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

中国传统文化理念中，对珠宝首饰一向十分重视，尤其是婚嫁时候。随着我国进入人口红利阶段，80后结婚高峰已然到来，这给婚庆的珠宝首饰消费市场带来了巨大的商机。

根据我国2000年第五次人口普查结果显示，10-19岁的男女人口数分别为1.2亿、1.1亿。时过9年后的今天，当年的10-19岁群体，现已成长为20-29岁的婚龄群体，他们就是正在步入婚嫁大潮的“80后”。我们假设，80后适婚年龄为25-35岁，那么这一结婚高峰将从2005年持续到2025年，延续近20年。其中，最为集中的是中间十年，即2010-2020年，这段时间可以说是80后婚嫁的“黄金十年”。

婚嫁大潮所带来的“黄金十年”将带来婚庆消费市场的集中爆发。据2009年7月杭州举办的第二届国际婚俗文化节消息称，中国每年因婚庆产生的狭义消费高达4000亿元人民币，占国民生产总值的2.5%，婚庆经济已成为朝阳产业，其中涉及的主要行业包括：餐饮、旅游、珠宝、高档服装、婚庆服务。无疑，“黄金十年”所带来的珠宝首饰消费高潮将持续推动行业增长。

图表 10 “80 后”人口总数超过 2.28 亿

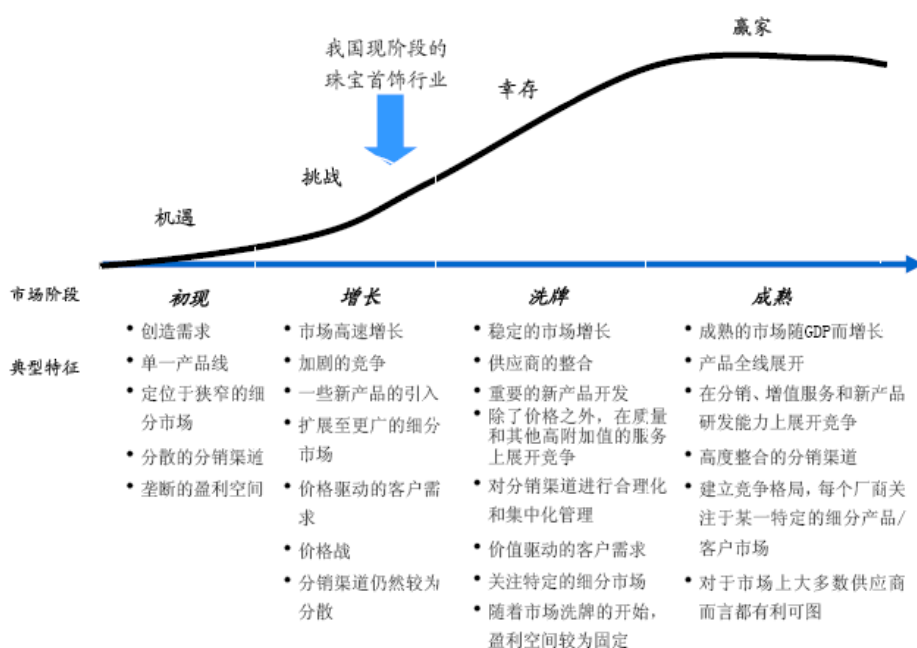


数据来源：中国2000年人口普查资料、天相投顾整理

2.3 中国珠宝首饰行业渐向“品牌渠道商”集聚

根据行业发展周期理论，目前的中国珠宝首饰行业正处于增长阶段，珠宝首饰企业既要抓住历史性机遇，又要为洗牌阶段做好准备。

图表 11 珠宝首饰行业发展阶段



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

目前，中国珠宝首饰行业的各竞争品牌之间均未能占有绝对份额，市场集中度较低。竞争的主要格局是卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bvlgari)、蒂梵尼(Tiffany)等世界顶级品牌占据了国内最高端的消费市场；香港的周大福、谢瑞麟及国内的老凤祥、潮宏基等品牌在国内珠宝首饰的主流消费市场占有领先地位；此外，北京的戴梦得、沈阳的萃华等区域性品牌在各自的优势区域也具备一定的竞争优势。随着珠宝首饰行业的进一步发展，未来行业集中度将逐步提高，市场向知名品牌聚集。品牌的信誉度、美誉度越高，越能直接带动产品销量的增加。同时，作为珠宝首饰产业链中增值最大的环节，销售渠道将成为各品牌的核心竞争力，不仅可以控制终端利润，更可以通过直接在服务消费者从而提高品牌的知名度。

图表 12 目前中国珠宝首饰行业主要品牌分布及定位

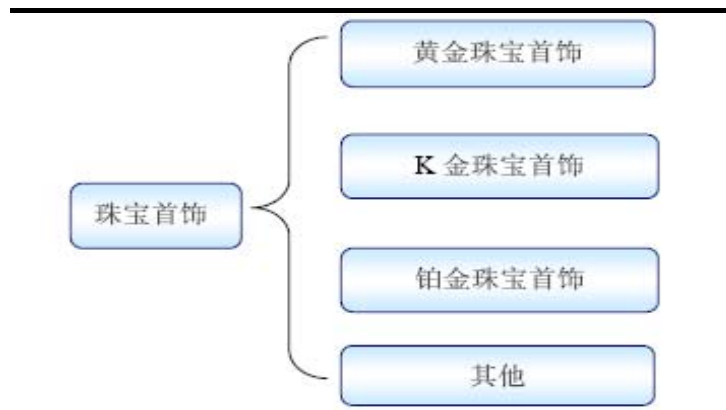


资料来源：天相投顾

3. 公司竞争能力分析

目前在珠宝行业内，较为通用的划分是以贵金属及贵金属加上宝石作为分类方法，主要分为黄金珠宝首饰、K 金珠宝首饰、铂金珠宝首饰和其他珠宝首饰。其他珠宝首饰包括了玉石、银、钯金等珠宝首饰。

图表 13 珠宝首饰的划分



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

公司的主导产品为K金珠宝首饰。随着我国消费结构的变化，消费需求逐渐发生改变，素有“时尚首饰”或“流行首饰”之称的K 金珠宝首饰越来越受到消费者的喜爱，并因其款式的多样化而具有较强的市场竞争力，近年来需求快速增长，在珠宝首饰消费中的比重不断提升。据中宝协统计，2008年度我国K金珠宝首饰的市场规模大约120亿元，近几年年增长速度保持在20%左右。

根据品牌知名度和零售终端规模，公司的主要竞争对手主要有周大福、六福、谢瑞麟、周生生、老凤祥等品牌，但在产品结构上，只有周大福和老凤祥在产品结构中K 金珠宝首饰的比例相对较高。

图表 14 潮宏基主要竞争对手

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

资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

与竞争对手相比较，公司的优势体现在：

1、定位K金珠宝首饰，差异化的产品战略非常突出

主要竞争对手中，除谢瑞麟以铂金珠宝首饰为主外，其他主要以黄金珠宝首饰为主，而公司在成立之初就选择了K金珠宝首饰作为做强做大的突破口。由于这一产品战略顺应了行业发展趋势和消费潮流，因此公司规模和经济效益不断提高，形成了目前以K金珠宝首饰为主的产品结构，在消费者心中建立了有别于其他企业的独特的品牌特色。

2、“品牌经营+产品设计+连锁销售”一体化的盈利模式，盈利水平大幅提高

公司在最近几年的经营中成功地转型为一家“品牌经营+产品设计+连锁销售”三位一体、自有渠道比例不断提高的连锁经营型企业，在以品牌经营为核心，以优质渠道为载体，以K金珠宝首饰为主导产品的基础上，不断丰富产品线，实现公司的毛利率水平和盈利能力持续稳步增长。

品牌方面，公司经过多年的经营，自有品牌“潮宏基”在市场上已享有较高的品牌知名度，品牌影响力和顾客忠诚度不断提高，公司2008年自营店销售收入中，16%以上来自老顾客。2009年6月16日，世界品牌实验室和世界经理人集团联合发布的由世界品牌实验室（World Brand Lab）独家编制的《2009 年度中国500 最具价值品牌》排行榜上，“潮宏基”品牌以价值44.25亿元位列珠宝首饰行业第二名，仅次于香港品牌周大福。

图表 15 2009 年，“潮宏基”品牌位列珠宝首饰行业品牌价值第二名

500 强排名	品牌名称	品牌拥有机构	品牌价值（亿元）
50	周大福	周大福珠宝金行有限公司	138.43
187	潮宏基	广东潮宏基实业股份有限公司	44.25
209	老凤祥	上海老凤祥有限公司	40.29
266	老庙	上海老庙黄金有限公司	31.21
364	亚一	上海亚一金店有限公司	19.08
441	明牌	浙江日月集团	12.26

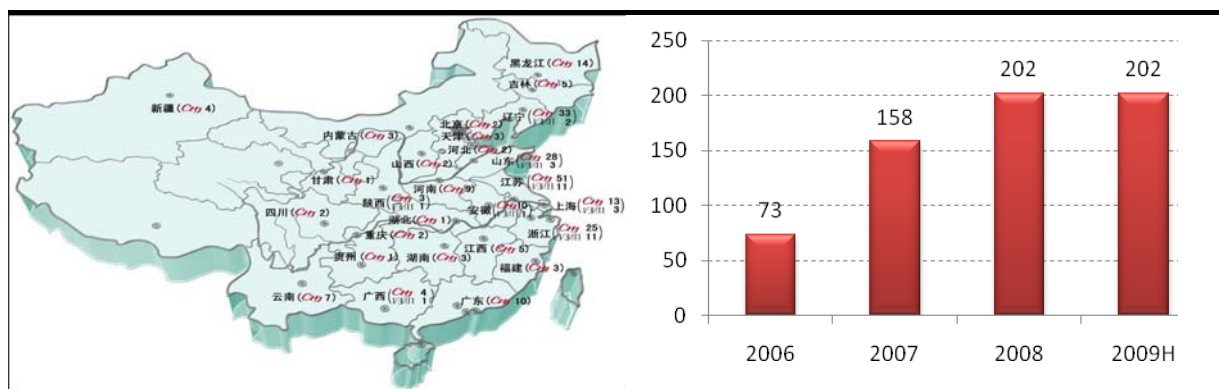
资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

产品设计方面，公司拥有国际化的设计团队，凭借强大的设计力量，不断推出新产品，年均推出产品款式超过5,000款，产品在国内外珠宝设计比赛中屡获奖项。2006年4月，公司获瑞士巴塞尔世界钟表珠宝展览会的邀请，代表中国珠宝首饰企业向全世界同行演绎了一场题为“紫气东来”的东方珠宝秀，成为首家登上世界最顶级时尚珠宝展会舞台的亚洲珠宝首饰企业。

同时，公司还注重与国内外研发设计机构的合作，致力于创造具有东方文化内涵和国际视野的时尚珠宝。2007年4月，公司与清华大学美术学院合作，成立“清华大学美术学院潮宏基首饰实验室”；2007年12月，公司与法国OTELINA首饰公司的商务董事、著名设计师Jean Charles Brulard 先生所带领的设计团队合作，延伸开发“紫气东来II”、“东方的、国际的”等经典首饰系列。

渠道方面，公司经过多年的运作，已形成了以华东、华南和东北为核心市场，覆盖全国27个省（市、自治区）80多个主要城市，拥有279家品牌专营店的销售网络，专营店数量位于同行业前茅，其中自营店数量居第二位，仅次于香港周大福。公司自营店中95%以上设立在优质的百货渠道中，目前，已与大商、百联、王府井、新世界、百盛等建立了战略合作关系。在中国连锁经营协会公布的“2008年中国连锁百强”零售企业中，已与公司建立战略合作关系的百货商场达52.27%。

图表 16 公司品牌专营店分布情况及自营店历年增长情况



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

4. 募集资金项目概况

本次公司拟公开发行A股3,000万股，募集资金将用于销售网络建设和珠宝生产加工（含设计研发）建设两个项目，募集资金使用计划如下：

图表 17 募集资金使用计划（万元）

项目名称	投资总额	募集资金投入金额	税后财务内部收益率%	建设期（年）	投资回收期（年）	募集资金投入金额		核准或备案情况
						第一年	第二年	
销售网络建设项目	27,853.20	25,500.00	28.74	2	5.27	12,000.00	13,500.00	经汕头市发改局核准，核准文号汕市发改[2007]328号
珠宝生产加工（含设计研发）建设项目	6,151.60	5,500.00	26.48	1.5	5.63	3,800.00	1,700.00	经汕头市发改局核准，核准文号汕市发改[2008]9号
合计	34,004.80	31,000.00				15,800.00	15,200.00	

资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

（一）销售网络建设项目

项目总投资27,853.20万元，其中固定资产投资9,190.00万元，铺底流动资金18,663.20万元。拟建设100家自营店，包括5家旗舰店、15家专卖店和80家联营店，并建设1个终端管理培训中心。项目的全部测算期为15年，其中建设期为2年，预计项目建成后第1年营业收入和成本费用分别为34,986.90万元和30,974.10万元，以后逐年递增，增幅约5%。

图表 18 销售网络建设项目规划

新店类型	性质	地点	面积（m²）	建设进度		铺货费用	
				第一年	第二年	单店铺货库存量（万元）	总铺货库存量（万元）
旗舰店（5家）	租	杭州	250	1			
	租	无锡	300	1			
	租	沈阳	200		1	580.00	2,900.00
	租	青岛	300	1			
	租	上海	250		1		

	小计	1,300	3	2		
	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		
专卖店 (15 家)	租 张家港	150	1		344.60	5,170.00
	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	2,120	10	5		
	东北	400	6	2		
	华北	950	9	10		
	与百 华东	1,300	11	15		
	货商 华南	200	2	2		
联营店 (80 家)	场联 华中	650	6	7	125.00	10,000.00
	营 西北	300	4	2		
	西南	200	2	2		
	小计	4,000	43	37		
合计		7,420	56	44	180.7	18,070.00
培训中心		3,000	1			

资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

（二）珠宝生产加工（含设计研发）建设项目

项目总投资6,152万元，其中固定资产投资5,924万元，铺底流动资金228万元。项目将新建15,000m²的生产厂房以及3,000m²的品牌设计研发中心。预计项目的建设期为1.5年，经营期为15年。项目税后投资利润率43.60%。

图表 19 珠宝生产加工（含设计研发）建设项目规划

	第一年	第二年	第三年
达产率	39%	58%	100%
销售收入（万元）	29,340.00		75,557.30
总成本费用（万元）	27,500.00		71,192.50

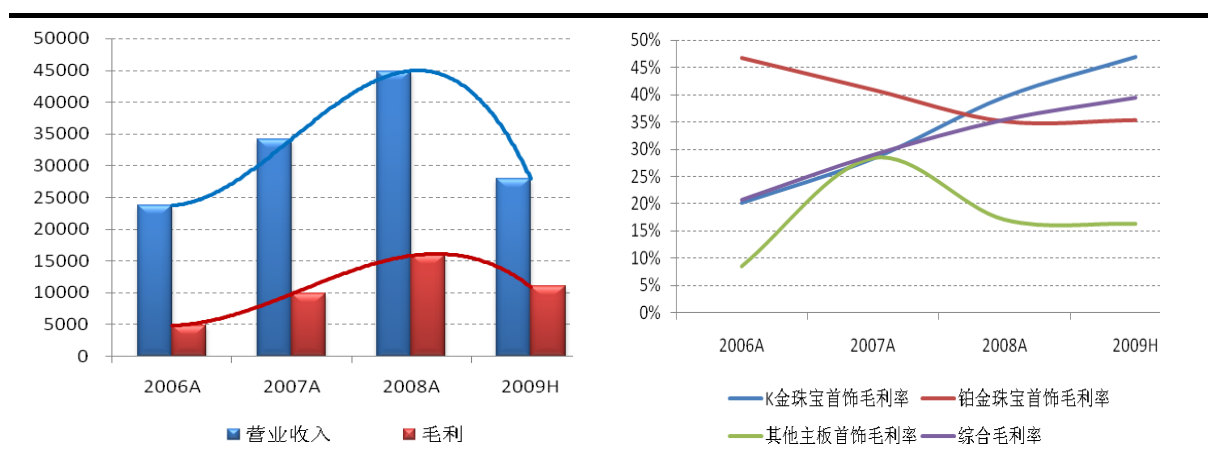
资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

5. 业务分析

5.1 主营业务收入及利润情况

如前所述，公司目前的主营业务收入主要来自K金珠宝首饰销售，包括“潮宏基”、“VENTI”两个品牌。近年来，公司K金珠宝首饰毛利稳步提升，2006-2009达到20.12%、28.25%、39.56%、46.91%，带动综合毛利率逐年提高。

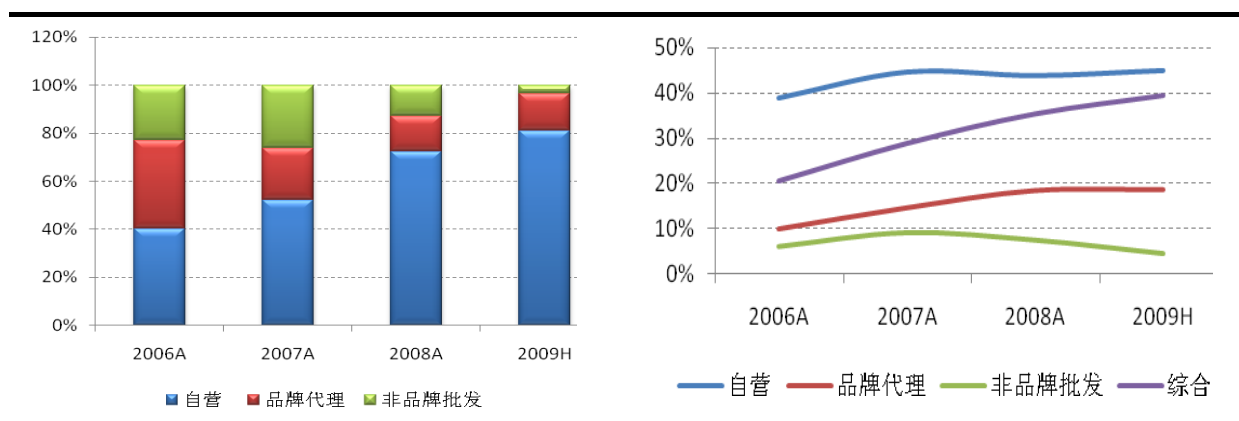
图表 20 潮宏基主营业务收入及毛利情况



数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

从分渠道情况来看，随着公司扩大自营店规模，并提高了单店销售收入，自营销售收入占总销售收入的比例逐年上升。

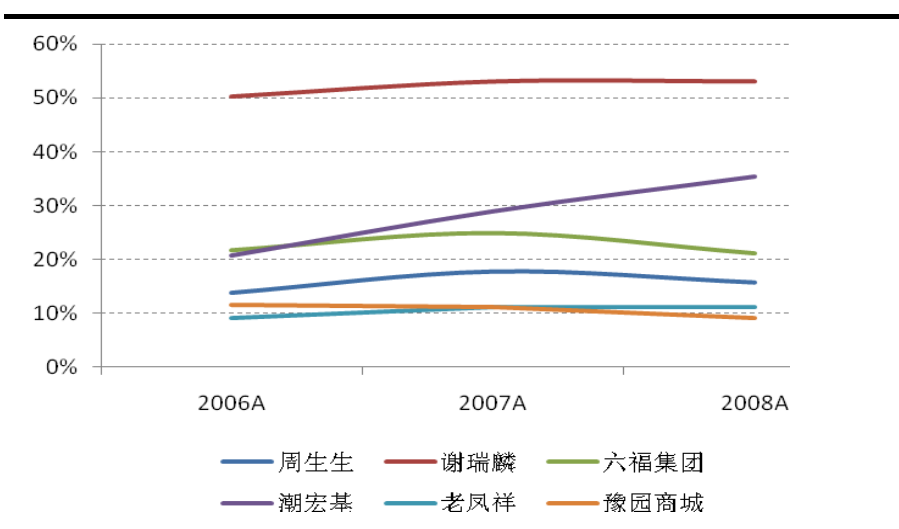
图表 21 分渠道收入占比及毛利情况



数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

从行业内竞争公司的毛利率比较来看，由于产品结构不同以及销售模式不同，毛利率有较大差异。从产品结构看，内地品牌老凤祥、豫园商城旗下老庙、亚一及港资品牌周生生、六福均以销售黄金产品为主，所以其毛利率相对偏低，而谢瑞麟以铂金珠宝首饰为主营产品，毛利率相对较高。以K金为主导的潮宏基毛利水平低于谢瑞麟，但高于其他品牌。从销售模式看，老凤祥、老庙以批发为主，而六福、潮宏基以零售为主，故毛利相对较高。

图表 22 同行业公司毛利率对比



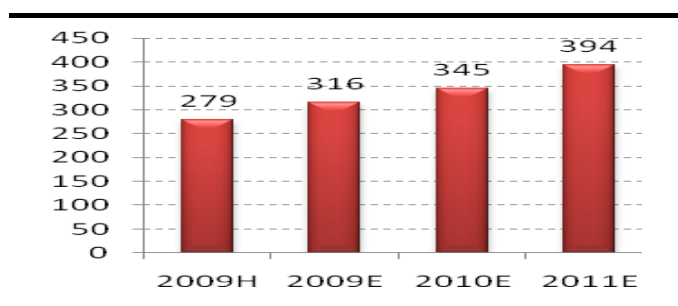
数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

6. 盈利预测

关键假设前提：

- 1、假设募投项目的开店计划2009-2011年按照既定规划完成；

图表 23 潮宏基 2009-2011 门店增长情况



数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

- 2、根据2009-2011年公司直营店增速分别为18%、12%、18%，珠宝首饰行业年增速15%左右的前提，假设公司2009-2011年公司直营店销售增长35%、33%、35%；
- 3、假设公司的品牌代理业务维持行业平均增长水平15%；
- 4、随着公司募投项目2011年左右建成投产，产能扩大，公司可以有更多的产能用于生产非品牌产品。假设公司的非品牌批发业务销售增速2009年、2010年、2011年分别为15%、15%、65%；
- 5、由于原料成本上涨，我们假设2009-2011年公司自营、品牌代理、非品牌批发的毛利分别为43%、17%、8%，综合毛利为34.75%、35.28%、34.89%；
- 6、随着公司销售规模的不断扩大，规模效应带来费用率稳中有降；
- 7、假设公司实际所得税率2009年为10%、2010年为11%、2011年为24%、2012年及以后年度为25%。

我们按照公司IPO后总股本12,000万股计算公司EPS。

图表 24 潮宏基盈利预测

单位：万元

报告期	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	44,859.21	57,427.35	71,220.69	95,578.30
增长率 (%)	31.33%	28.02%	24.02%	34.20%
减：营业成本	28,952.12	36,175.86	44,450.82	60,048.40
营业毛利	15,907.09	21,251.49	26,769.87	35,529.90
增长率 (%)	60.77%	33.60%	25.97%	32.72%
毛利率 (%)	35.46%	37.01%	37.59%	37.17%
营业税金及附加	94.31	86.14	106.83	143.37
资产减值损失	94.87	0.00	0.00	0.00
减：销售费用	7,755.47	9,762.65	11,751.41	15,292.53
管理费用	1,792.76	1,722.82	1,994.18	2,389.46
财务费用	579.70	401.99	0.00	0.00
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,655.18	9,277.89	12,917.45	17,704.54
增长率 (%)	21.98%	64.06%	39.23%	37.06%
营业利润率 (%)	12.61%	16.16%	18.14%	18.52%
加：营业外收入	108.24	22.16	0.00	0.00
减：营业外支出	22.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	5,740.46	9,300.05	12,917.45	17,704.54
增长率 (%)	22.86%	62.01%	38.90%	37.06%
利润率 (%)	12.80%	16.19%	18.14%	18.52%
减：所得税	528.55	930.00	1,420.92	4,249.09
实际税负比率 (%)	9.21%	10.00%	11.00%	24.00%

净利润	5,211.91	8,370.04	11,496.53	13,455.45
少数股东损益	77.85	334.80	574.83	538.22
归属于母公司所有者的净利润	5,134.06	8,035.24	10,921.70	12,917.24
增长率 (%)	9.81%	56.51%	35.92%	18.27%
净利率 (%)	11.44%	13.99%	15.34%	13.51%
最新股本计算每股收益(元)	0.57	0.67	0.91	1.08

资料来源：公司招股说明书、天相投顾

7. 合理区间： 31.85 元-36.40 元

在考察了A股上市公司中珠宝首饰类公司老凤祥、豫园商城、东方金钰的估值水平后，结合公司的高成长性、产品高毛利、中小板上市等情况，我们认为公司2010年合理的估值区间应为35-40倍PE估值之间。根据我们的盈利预测，我们认为公司股票上市后的合理价格区间应在31.85-36.40元之间。

图表 25 A股可比上市公司估值水平

代码	公司名称	评级	每股收益（元）			市盈率（倍）		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
600612	老凤祥	增持	0.59	0.86	1.16	46	31	23
600655	豫园商城	买入	0.71	1.15	1.31	41	25	22
600086	东方金钰	中性	0.05	0.11	0.11	213	97	97
002345	潮宏基		0.67	0.91	1.08			

资料来源：天相投顾

8. 风险提示

投资者应注意以下方面的风险：

1、原料成本波动的风险。公司的原料主要为黄金、钻石等，其定价除了受供求关系影响外，还受美元指数等因素影响，波动性较大。原料价格上涨，公司将面临较大成本压力；原料价格下降，公司则面临计提存货跌价准备的风险。

2、税负加重的风险。公司2006-2007年所得税率为0，2008年为9%，2009年为10%，2010年为11%，2011年为24%，2012年后为25%，税收负担逐年加重将压缩公司利润空间；

3、对百货连锁企业依赖的风险。公司的联营门店主要是与百货企业合作，形成对百货连锁企业的依赖。若百货企业经营状况变化或合作情况有变，存在影响公司门店经营甚至关闭门店的风险，公司需重新调整门店布局或开设新店来满足经营需求。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100