

潮宏基(002345)调研报告

受益消费升级, 分享行业成长

可选消费/商业

中性

首次评级

发布时间: 2010年3月24日

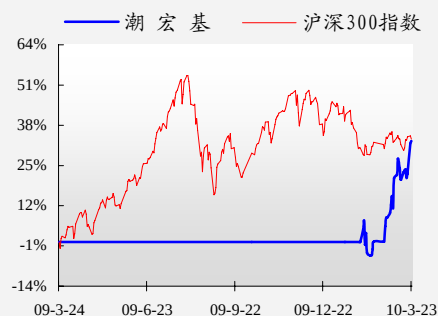
投资要点:

- 公司从事高档时尚珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售, 核心业务是对“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌的连锁经营管理, 截至 2009 年 6 月末已形成覆盖全国 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。
- 公司自 2000 年起建立自己的珠宝首饰设计室, 于 2002 年开始吸纳国内著名高校专家教授及香港、国内顶级设计师加盟。经过多年的发展, 目前公司的设计部共拥有设计及研发人员 58 名, 已形成三个研发设计层次。
- 公司始终致力于专业化品牌经营, 注重良好品牌形象的打造, 并将品牌内涵与珠宝首饰产品结合, 实现品牌附加值最大化。经过多年的不懈努力, 公司品牌经营取得了良好效果, 品牌影响力和顾客忠诚度不断提高。
- 从美国经验看, 渠道商是产业的领导者。公司已经形成了以华东、华南和东北为核心市场, 专营店数量位于同行业前列, 其中, 自营店规模位于同行业第二位, 仅次于香港周大福。
- 我们认为公司正处于一个快速成长的行业, 随着公司设计能力的提高、渠道建设的加快及品牌效应的提升, 其产品的品牌附加值及毛利率仍有提升空间, 公司有望成为国内珠宝连锁企业的领跑者, 取得高于行业平均值的成长。
- 我们预计公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.71 元、1.01 元和 1.20 元, 目前估值较高, 基于公司的行业特点及高成长性, 我们认为其 2010 年市盈率在 35-40 倍比较合理, 即 35.35-40.4 元为价值区间, 建议长期关注。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	44,859	31.33	5,134	9.81	0.57	19.23	88.21	
2009E	56,018	24.88	8,568	66.9	0.71	26.51	70.82	
2010E	76,546	36.65	12,125	41.5	1.01	29.66	49.78	
2011E	102,965	34.51	14,361	18.44	1.20	27.09	41.90	

走势图



市场数据

2010-3-23

收盘价:	50.28 元
52 周最高价:	50.70 元
52 周最低价:	35.06 元
平均持仓成本:	45.78 元

基本数据

2009Q2

总股本(万股):	12,000
流通 A 股(万股):	12,000
每股收益(元):	0.33
每股净资产(元):	0.33
每股经营现金流(元):	0.26
市净率:	152.36

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550108051075

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

1. 公司简介

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，客户主要定位为 25-40 岁的时尚女性。公司核心业务是对“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌的连锁经营管理，截至 2009 年 6 月末已形成覆盖全国 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。

表 1：各类珠宝首饰卖点及销售单位

产品	关注点	销售单位
足黄金	保值、价格	克
K 金	款式	件
铂金	款式为主	克或件
翡翠、珍珠、裸钻	品质	件

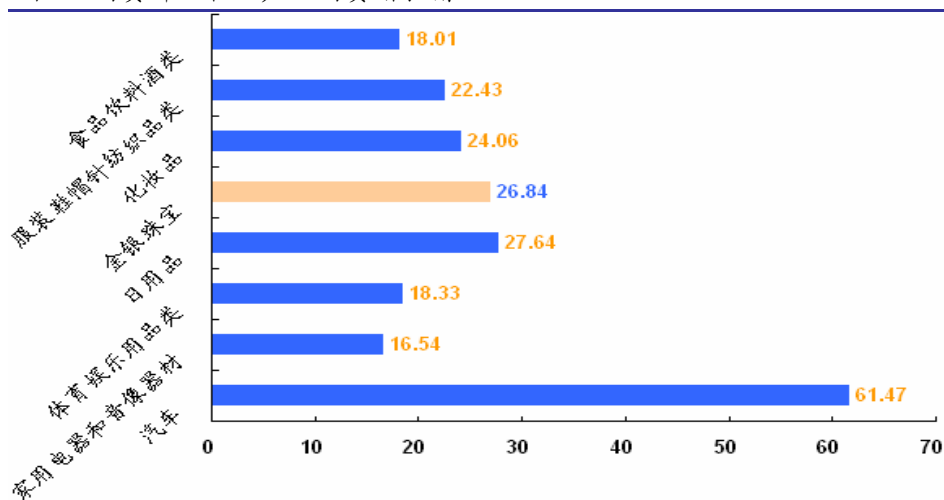
资料来源：公司调研，东北证券金融与产业研究所

2. 珠宝行业的发展现状及趋势

近年来，全球珠宝首饰市场保持平稳增长，其中中国和印度是推动全球珠宝市场增长的主要力量。从销售额构成来看，镶钻首饰占据了最大份额，达到 47.2%；在消费市场方面，美国是世界珠宝首饰第一大消费国，而中国与印度的珠宝首饰市场发展迅速。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。

我国的珠宝首饰行业是朝阳行业，在经济持续快速增长和人均收入水平不断提高的背景下，我国居民的消费构成逐步发生变化，消费结构在不断升级，人们逐渐增加了对高档消费品的消费，我国珠宝首饰消费已经进入高速发展阶段，成为继住房、汽车之后的第三大消费热点。

图 1：消费升级相关产品消费增长情况

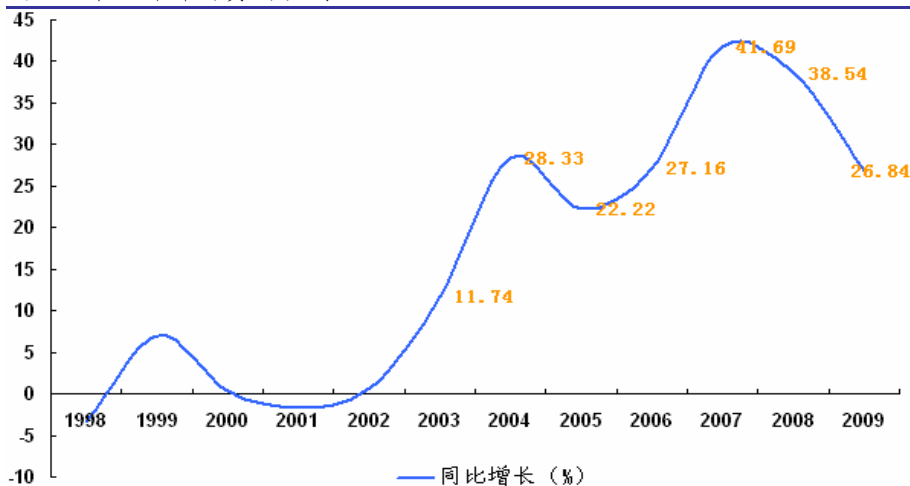


资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

另外，追求时尚、彰显个性和身份地位所带来的新的消费需求，将成为未来我国珠宝首饰消费市场新的增长点。据中宝协统计，2008 年度我国珠宝玉石首饰销售总额

已突破 1800 亿元，是仅次于美国和日本的世界第三大珠宝市场。据国家统计局公布的数据，金银珠宝类零售总额增速从 2003 年开始进入高速增长阶段，近五年来复合增长率超过 20%，2009 年金银珠宝类零售总额同比增长也达到了 26.84%，未来几年，我国的珠宝首饰市场将继续保持每年 15% 以的增长。

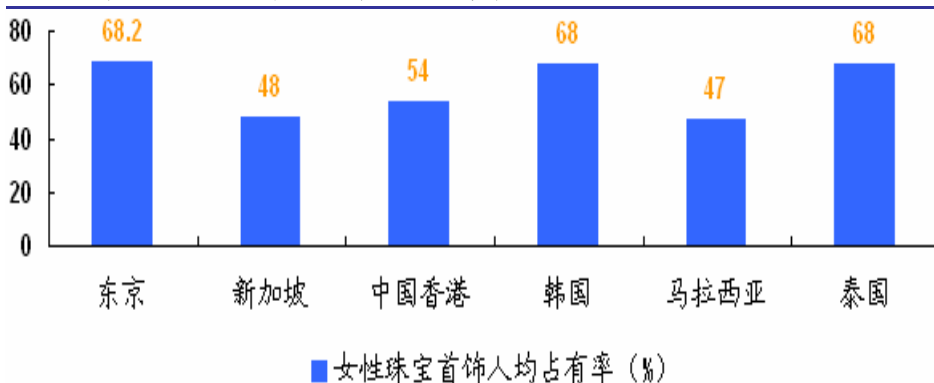
图 2：珠宝首饰消费增长情况



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

女性消费也为行业的发展孕育了巨大的潜力，据我国权威机构调查，女性消费占据珠宝首饰消费市场的最大份额。据中宝协统计，我国女性珠宝首饰人均占有率尚不足 5%，而欧美等其它国家则在 40% 以上。此外，婚庆、旅游、百货业市场规模扩大及审美观变化都为国内珠宝行业带来了巨大的商机。

图 3：部分地区女性珠宝首饰人均占有率



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

3. 公司的行业地位

目前珠宝行业的集中度很低，呈现出逐步向知名品牌聚集的趋势，公司处于行业中第二梯队，即全国性连锁品牌。而处于第一梯队的是国际顶级品牌如如蒂梵尼、卡地亚、宝格丽等，第三梯队为区域性品牌如瑞恩钻饰、钻石世家、戴梦德和东华美钻等。公司的主要竞争对手包括香港的周大福、周生生、谢瑞麟、六福集团以及国内的老凤祥等，其中谢瑞麟以铂金珠宝首饰为其核心优势产品，其余 4 家的核心优势产品均为黄金首饰，仅周大福和老凤祥的产品结构中 K 金珠宝首饰的比例相对较高。

表 2: 行业竞争格局

第一梯队	第二梯队	第三梯队
世界顶级品牌	全国性连锁品牌	区域连锁品牌
蒂梵尼	潮宏基、老凤祥	瑞恩钻饰
卡地亚	周生生、周大福	戴梦得、钻石世家
宝格丽	谢瑞麟、六福	东华美钻

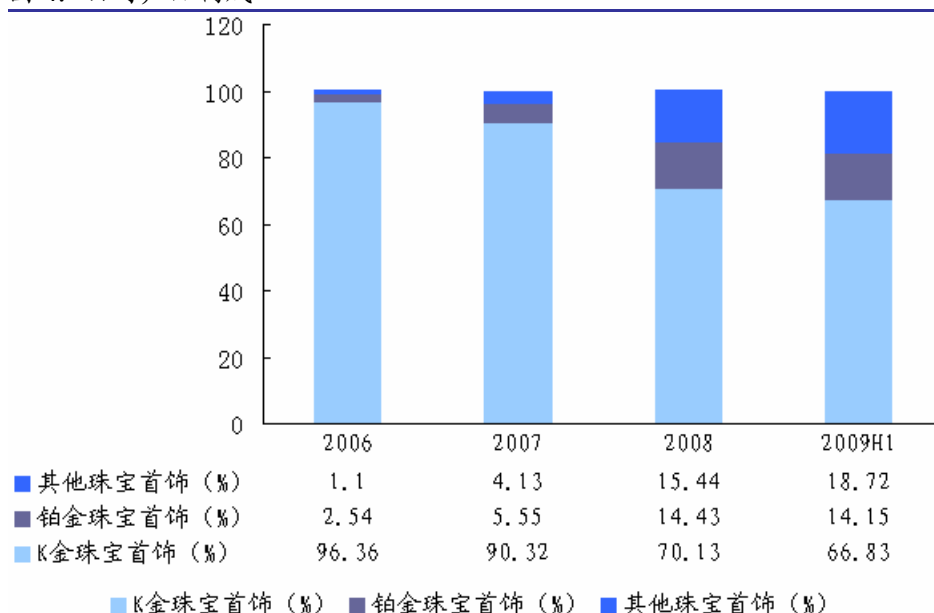
资料来源: 公司调研, 东北证券金融与产业研究所

公司凭借在产品定位上的差异, 专注于 K 金珠宝的生产和销售, 其 K 金珠宝首饰销售额一直处于行业领先地位, 其中 2007 年度、2008 年度“潮宏基”品牌 K 金珠宝首饰零售额在同行业内排名前三。

4. 公司销售结构

公司产品包括 K 金珠宝首饰、铂金珠宝首饰和其他珠宝首饰, 其中 K 金珠宝首饰收入是公司销售额中占比最大的部分。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。公司产品的定位于 K 金珠宝首饰有利于公司自主原创设计优势的发挥, 同时实行与其他品牌有别的差异化产品战略有利于公司建立比较优势。

图 4: 公司产品构成

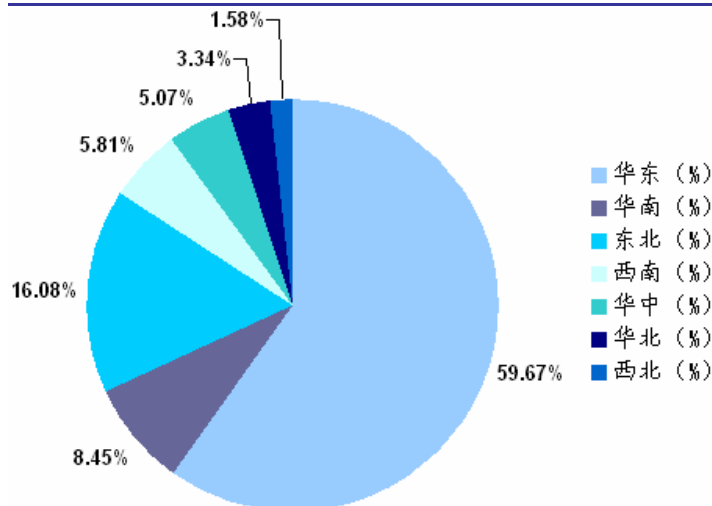


资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

除了黄金和 K 金珠宝首饰之外, 铂金珠宝首饰在我国也日趋流行, 我国在 2004 年已成为全球最大的铂金消费国, 全年销售铂金量达 140-150 万盎司, 超过世界总产量的一半。公司近年来铂金珠宝首饰销售收入逐期同比增幅较大, 丰富了公司产品线结构。

从地区分布来看，公司产品主要销往华东、华南和东北地区，近年来，公司在立足于上述市场的基础上，致力于全国各地市场的开拓，不断扩大西南、华中等其他区域市场，目前公司产品已进入全国 27 个省（市、自治区）80 多个经济较为发达的城市，各地销售收入均呈现出逐年增长的良好态势。

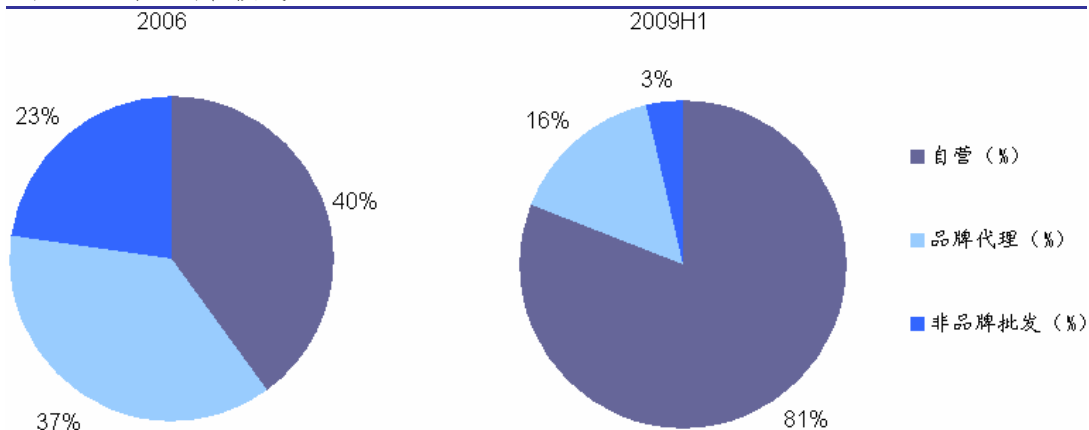
图 5：公司销售的地区分布



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

从销售模式来看，公司通过自营、品牌代理和非品牌批发三种模式销售产品。其中自营销售收入占比逐年上升，品牌代理收入占比呈下降趋势。即在品牌知名度逐年提高、品牌效应逐步显现的情况下，公司始终坚持优先保证生产销售自身品牌产品，专注于自身“潮宏基”品牌珠宝首饰这一核心业务，逐步降低非品牌批发业务比例。

图 6：公司各销售模式占比



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

5. 公司的竞争优势——设计+品牌+渠道

5.1 设计

珠宝产品存在较高的易模仿性，竞争对手很快就能生产出与公司产品相似的款式，因此，款式的时尚性、前瞻性对公司来说显得十分重要。公司自 2000 年起建立自己的珠宝首饰设计室，为保持设计能力的行业领先地位，在国内众多厂商还缺乏系统设计理念和意识的时候，公司于 2002 年开始吸纳国内著名高校专家教授及香港、国内顶级设计师加盟。经过多年的发展，目前公司的设计部共拥有设计及研发人员 58

名，已形成三个研发设计层次：一是自有设计队伍，主要负责潮流化、商业化的款式设计；二是与高校和科研院所合作，建立产学研一体化研发机构，开发艺术、人文类型的产品，以及有利于中国传统珠宝制作工艺进行传承和保护的产品；三是与香港、法国、意大利等知名设计工作室及国际著名设计师合作，制作独具国际风尚的产品。2009年5月，公司被广东省经贸委、省财政厅、省国税局、省地税局、海关总署广东分署认定为“广东省省级企业技术中心”。在强大的设计能力支撑下，公司新品推出速度逐步加快，平均每年推出5000多个自主设计款式，走在行业前列。

表3：研发能力及研发成果

研发能力	研发成果
与清华大学美术学院合作建立潮宏基首饰实验室	形成产学研一体化工程，将行业原创设计推向一个新的层级
设立潮宏基北京花丝镶嵌工艺设计实验室	整理和保护中国传统珠宝制作工艺，并应用到现代设计
与法国 QTELINA 首饰公司的商务董事、著名设计师 JeanCharles Brulard 先生所带领的法国知名设计团队合作	延伸开发“紫气东来 II”、“东方的、国际的”等经典首饰系列

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

5.2 品牌

随着市场需求日趋多样化及市场的进一步细分，品牌将成为珠宝首饰企业与竞争对手拉开差距的关键。公司始终致力于专业化品牌经营，注重良好品牌形象的打造，并将品牌内涵与珠宝首饰产品结合，实现品牌附加值最大化。经过多年的不懈努力，公司品牌经营取得了良好效果，品牌影响力和顾客忠诚度不断提高。

表4：公司主要品牌荣誉

清科-2008年中国最具投资价值企业50强	2008.06	清科集团
中国名牌产品（贵金属镶嵌首饰）	2007.09	国家质量监督检验检疫总局
2009年中国500最具价值品牌（第187位，品牌价值44.25亿元）	2009.06	世界品牌实验室、世界经理人集团
2008年中国品牌500强（第191位，品牌价值39.31亿元）	2008.06	世界品牌实验室、世界经理人集团
2007年中国品牌500强（第215位，品牌价值31.93亿元）	2007.06	世界品牌实验室、世界经理人集团
2006年中国500最具价值品牌（第218位，品牌价值29.37亿元）	2006.06	世界品牌实验室
2005年中国500最具价值品牌（第237位，品牌价值27.18亿元）	2005.08	世界品牌实验室
2005-2007年连续三年中国品牌年度大奖	2007.12 2006.12 2005.12	世界品牌实验室
2006年、2007年连续两届亚洲品牌500强	2007.08 2006.09	亚洲品牌盛典组委会
中国珠宝首饰业驰名品牌	2007.10-2009.10	中国珠宝首饰玉石行业协会
中国珠宝行业十大影响力品牌	2005.01	中国企业文化促进会

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

表 5: 品牌价值排行榜

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: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

但与公司的主要竞争对手相比, 公司仅 13 年发展历史, 品牌并不具备较大的优势, 公司将通过扩大营销网络及自建旗舰店等方式提高品牌知名度, 其旗舰店的作用既在于销售, 也在于对品牌的宣传。

表 6: 主要珠宝品牌发展史

品牌名称	老凤祥	周大福	周生生	谢瑞麟	六福	潮宏基
发展史 (年)	160	80	71	49	18	13

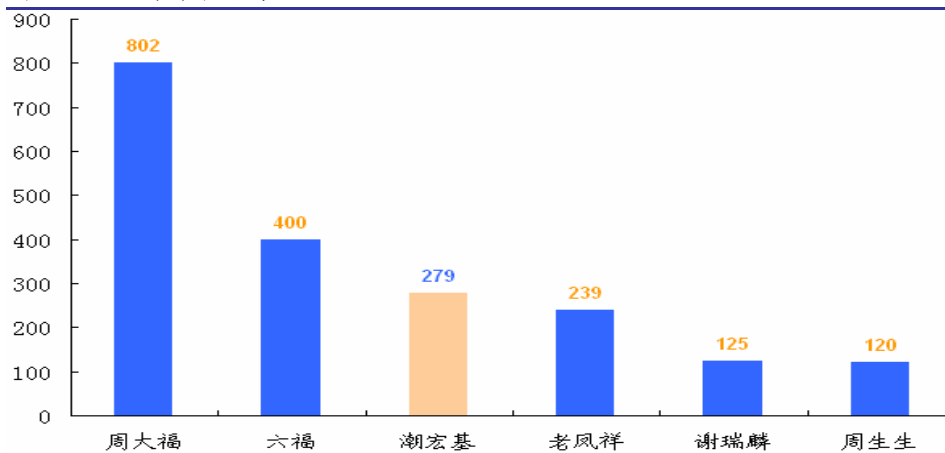
资料来源: 公司调研, 东北证券金融与产业研究所

我们通过调研得知, 公司上市后, 品牌知名度有了很大提高, 得到了很多渠道商的青睐, 公司获得了更多位置和面积上的优势。由于珠宝是高价值的商品, 行业内也多采用举办商演、公关性活动以及点对点的宣传方式, 公司也会适当加大品牌宣传方面的投入。另外, 公司还将通过加强会员管理的方式树立口碑、提高品牌忠诚度, 2008 年, 公司自营店销售收入中 16% 以上来自老顾客的交易。

5.3 渠道

从美国经验看, 渠道商是产业的领导者。公司经过多年的精耕细作, 已经形成了以华东、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。公司专营店数量位于同行业前列, 其中, 自营店规模位于同行业第二位, 仅次于香港周大福。

图 7: 各公司专营店家数

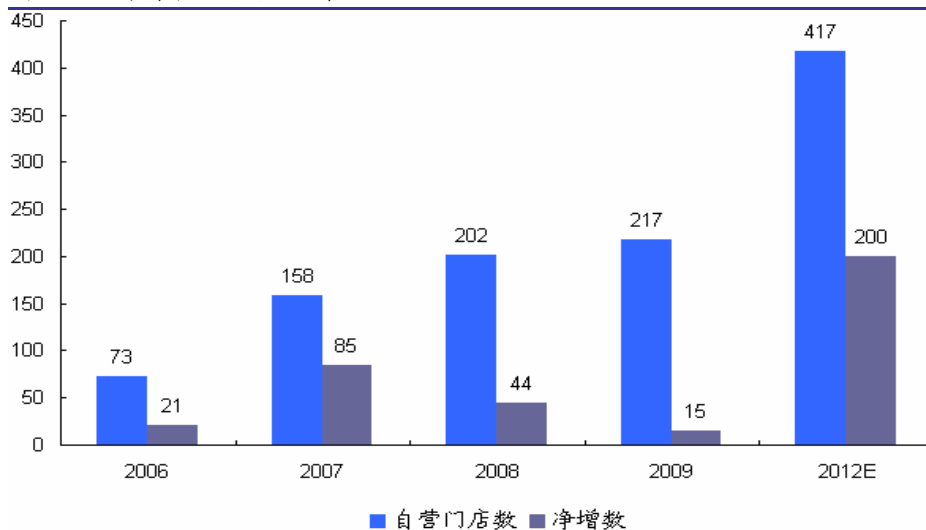


资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

注: 老凤祥另有 54 家银楼

公司 2006-2009 年自营门店数分别为 73、158、202、217 家，未来 3 年预计净增 200 家自营门店，强化优势区域、纵深发展，有步骤地在新区布局战略性网点。

图 8: 公司自营门店扩张情况



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司品牌专营店中 95% 以上设立在优质的百货渠道中，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%。在销售渠道快速扩张的过程中，公司也形成了与之相适应的跨地区终端管理能力，尤其是 SAP-ERP 信息管理系统的应用，强化了公司跨地区管理能力，为销售渠道的继续拓展奠定了基础。值得一提的是，公司是国内珠宝首饰行业第一家实施 SAP-ERP 信息管理系统的企业。

图 9: 公司网点布局



注：上图各省市后面的标示中，**City** 表示潮宏基的专营店，**V3/11** 表示子公司汕头朗日的专营店，后面数字表示专营店家数。

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司会对拟开门店进行比较全面的评估，并认为治理结构的健全是扩张的根基，对开店的成功性有很高的要求，盈利期定为一个完整的经营月，如果不能达到目标且

调整不利，公司则会考虑撤店。由于撤店对品牌的破坏效应要远高于开店对品牌的宣传效应，且撤店影响有时甚至会波及与整个区域渠道商的关系，因此公司特别重视对新开门店质量的控制。从历史撤店原因看，单纯由于决策失误或管理不善造成撤店的数量占比为 31%，并且近年来有明显下降。

表 7：公司撤店原因统计

撤店原因	2006	2007	2008	20091H	合计
配套店经营不佳	1	3	7	5	16
决策失误或管理不善	1	4	6	2	13
商圈环境变化	-	1	9	1	11
受其他因素影响	-	-	2	-	2
合计	2	8	24	8	42
决策失误或管理不善占比(%)	50	50	25	25	31

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

另外，对于电子商务这一日益兴起的渠道竞争对手，公司认为其并不会取代传统渠道，公司仍会坚持不懈的拓展实体店，其中百货渠道是珠宝首饰最主要的销售渠道和平台。

我们认为，珠宝电子商务主要以价格敏感度较高的钻石饰品、裸钻为主，对 K 金饰品的冲击相对较小。且珠宝首饰是比较特殊的商品，对品质及体验的追求较高，实体店渠道更为消费者所青睐。另外，从国内珠宝饰品网络销售的发展来看，越来越多的商家开始建设体验店，成本和库存逐步提高，这有别于美国最著名的钻石网络销售商“蓝色尼罗河”仅做网络销售的经营模式，将利润空间挤压得更低，也使得网络销售模式很难在短时间内成就美国市场的辉煌。同时我们认为，“钻石小鸟”等国内钻石网络销售商在产品工艺、品牌知名度等方面要远远逊色于传统销售商，这也使其很难争夺以装饰、时尚、彰显身份为消费目的的消费群体。

表 8：珠宝行业典型电子商务企业对比

公司	钻石小鸟	蓝色尼罗河
成立时间	2002 年	1999 年
经营模式	鼠标+水泥	网络
竞争优势	低价+低成本 钻石市场国外垄断， 价格不透明，价格压力较大 逐步增加体验店，成本上升	低价+低成本 钻石价格信息透明化 仅做电子商务，有效控制成本
发展环境	电子商务起步较晚， 贵重商品对传统渠道更加信赖	电子商务起步较早， 诚信体系比较健全
经营情况	2008 年销售额 1.98 亿元，在 8 个一线城市拥有体验中心，并开始建设 4C 概念旗舰店，分别于 2007 和 2008 年获得 500 万美元和 1000 万美元的风投	2004 年销售额达 1.69 亿美元，比宝格丽、卡地亚和蒂凡尼三者的总和还多，并于 2004 年在纳斯达克上市，2008 年销售收入达 2.95 亿美元

资料来源：东北证券金融与产业研究所

6. 盈利预测与投资评级

我们认为公司正处于一个快速成长的行业，其着力发展的珠宝零售环节是珠宝首饰产业链增值最大的部分，占到整个产业链的 46%，这为公司的盈利能力奠定了基础。公司的主营商品 K 金饰品具有硬度高、耐磨、耐腐蚀、易雕刻、颜色多样等特点，是当下时尚首选，有望充分受益于消费升级。我们认为随着公司设计能力的提高、渠道建设的加快及品牌效应的提升，其产品的品牌附加值及毛利率仍有提升空间，公司有望成为国内珠宝连锁企业的领跑者，取得高于行业平均值的成长。

我们预计公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.71 元、1.01 元和 1.20 元，目前估值较高，基于公司的行业特点及高成长性，我们认为其 2010 年市盈率在 35-40 倍比较合理，即 35.35-40.4 元为价值区间，建议长期关注。

7. 风险提示

周生生、周大福、谢瑞麟、六福等港资企业在品牌管理、终端经营能力方面具有较强的竞争优势，如果公司不能够迅速做强做大，可能会在竞争中处于不利地位；公司在扩张中可能遭遇管理风险；“钻石小鸟”等电子商务竞争对手的冲击；贵金属存货风险；税收负担的逐年加重（公司 2006 及 2007 年企业所得税税率为 0%，2008 年为 9%，2009 年为 10%，2011 年为 24%，2012 年及以后为 25%）将影响公司以后年度的盈利水平。

表 9：公司利润表预测

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
营业收入	44,859.21	56,018.25	76,546.43	102,965.70
营业成本	28,952.12	35,658.17	47,498.94	62,807.69
营业税金及附加	94.31	84.03	114.82	154.45
主营业务利润	15,812.78	20,276.05	28,932.66	40,003.55
销售费用	7,755.47	8,962.92	13,012.89	17,504.17
管理费用	1,792.76	1,400.46	2,296.39	3,603.80
财务费用	579.70	392.13	0.00	0.00
营业利润	5,655.18	9,520.55	13,623.38	18,895.59
营业外收支净额	85.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	5,740.46	9,520.55	13,623.38	18,895.59
所得税费用	528.55	952.05	1,498.57	4,534.94
归属母公司净利润	5,134.06	8,568.49	12,124.81	14,360.65
每股收益(元)	0.43	0.71	1.01	1.20

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。