



新消费主题研究报告：潮宏基（002345）：

从几个财务指标反推公司的四大战略调整原因

消费行业——K 金珠宝首饰品

首次评级：增持

相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
潮宏基	2.98	7.01	20.42
沪深 300	4.08	7.72	-8.22

市场数据 2010.9.13

当前价格（元）	39.75
52 周价格区间（元）	23.13-41.77
总市值（百万）	7155
流通市值（百万）	1788
总股本（万股）	18000
流通股（万股）	4500
日均成交额（百万）	70
近一月换手（%）	85.21

相关报告

无

分析师

栾雪飞

执业证书编号：S0350210060002

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接

- **产品战略调整——K 金珠宝首饰品始终为收入主体，但 K 金饰品比例下降明显。**公司以 K 金珠宝首饰为主的“产品定位”，显然是在寻求与一线金饰珠宝公司的“差异化经营的细分市场”。国内 K 金饰品市场发展时间不长，空间较大。K 金珠宝首饰品面临一个 500 亿元以上年销售规模的市场，目前每年保持 10% 的市场份额增幅，年均销售总额增长率 25-30%；
- **定价战略调整——K 金饰品毛利率提升明显，原因在于公司工艺设计能力得到市场认可，构筑“差异化壁垒”。**K 金首饰毛利率从 2006 年 20.12% 提升到 2010 年中期 48.28%，提升 28 个点，仅次于谢瑞麟，体现了公司的设计实力。双品牌完善市场结构，VENTI 是新增长极，年销售复合增长率 50% 以上；
- **销售战略调整——自营销售收入比例从 2006 年的 40.1% 大幅提升到 2010 年中期的 78.6%，品牌代理和非品牌批发比例下降较快。**预计 2011 年底全部门店开业后，公司总收入可实现翻番增长。公司 95% 的自营店设在优质百货渠道，抢先占领稀缺的百货渠道资源，并实现快速复制与扩张；
- **区域战略调整——华东区仍是主要市场，华南区业务萎缩。**公司未来将加深对华东和东北核心市场的拓展，并着手对华北、华中和西部等地区进行战略扩张，预计 2010 年公司网点可增加至 380 家，增长 36.2%，基本覆盖全国 500 万以上人口城市；
- **预计公司 2010-2012 年 EPS0.52/0.72/0.97 元，对应 2010-2012 年 PE76/55/41 倍，复合增长率 28.87%。**专业连锁行业 2010 年 PE30 倍，中小板 2010 年 PE38 倍。公司商业模式领先而独特，兼具奢侈消费品和快速消费品特征，A 股尚无可比类公司。考虑到 K 金珠宝首饰品的朝阳行业特性、公司的行业龙头地位、公司积极战略调整带来的未来 3 年高成长预期，可享有一定估值溢价，首次给予公司“增持”的投资评级。

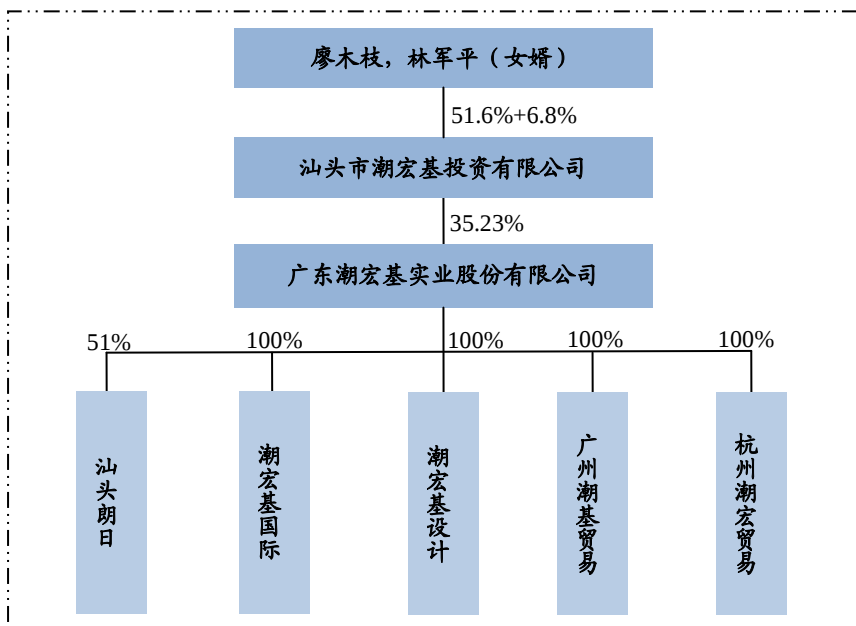
预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	568	739	1007	1342
营业利润（百万元）	94	125	177	242
净利润（百万元）	85	97	135	181
摊薄每股收益（元）	0.467	0.52	0.72	0.97
摊薄每股净资产（元）	5	7.2	8	9.4
ROE（%）	9.34	7.22	9	10.32

公司基本情况及股权结构

（一）公司基本情况和股权结构

公司实际控制人为廖木枝先生，分别持有潮宏基投资 51.6%的股权。潮宏基投资是上市公司的第一大股东，拥有其 35.23%的股份。公司旗下有五家子公司，其中 51%控股的汕头朗日拥有上市公司的“VENTI”珠宝品牌。除“VENTI 梵迪”品牌之外，公司另外还经营“CHJ 潮宏基”品牌的连锁门店。2007-2009 年度公司“CHJ 潮宏基”品牌 K 金珠宝首饰销售额在同行业中排名前三名，截至 2010 年 6 月末，公司覆盖全国 27 个省（市、自治区）80 多个主要城市，拥有 317 家品牌专营店的销售网络，自营门店数量仅次于周大福，位居第二位。

图 1 公司股权结构



资料来源 公司公告

（二）公司发展战略

总体战略：“成为中国最受尊敬的奢侈品运营商”，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”，充分利用已有品牌和营销网络优势，发展

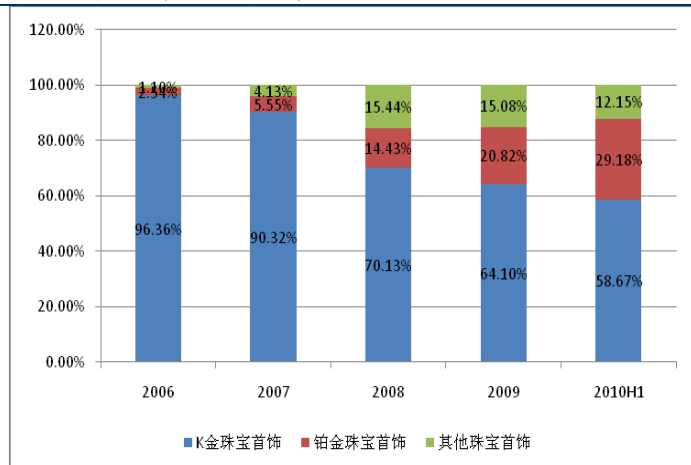
“多品牌经营”，未来 3-5 年，公司将继续秉承“自主原创设计理念”，将公司在打造成“中国最具盈利能力的珠宝首饰品牌运营商”。

在此战略指导下：1) 公司主营业务为“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”时尚珠宝品牌的连锁经营，2008 年开始适当加大了黄金产品线的投入；2) 2010 年计划实现销售业绩 30% 的增长——以“成熟市场加速渗透，并加强其他区域布点扩张”的方针拓展市场；集中资源加密较成熟的东北、华东区渠道，对广东、京津冀、西部、华中区夸张网点；加强“品牌公信力传播”和年内店面更换第五代专业店形象、**渠道上**实现“大店工程”和旗舰店建设、**产品上**加大彩金碎钻的新产品开发力度和增强款式评估的科学性等三大核心竞争力。

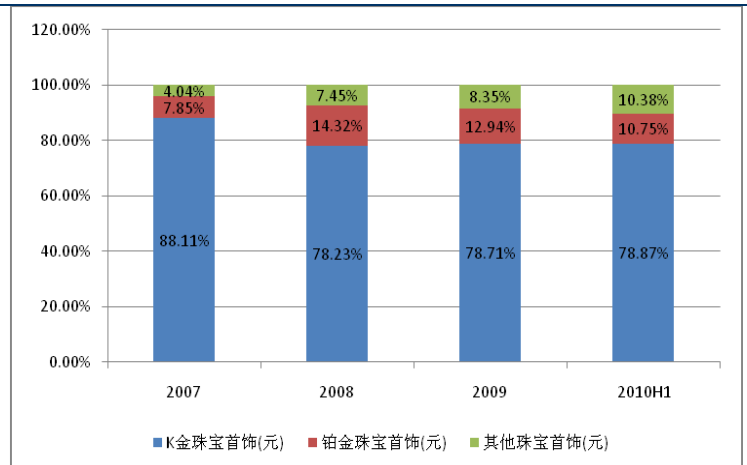
(三) 公司主营业务收入、净利润过去三年复合增长率 33.83%、56.89%

2007-2009 年公司主营业务收入分别为 3.416、4.486、5.686 亿元，近三年收入增速分别为 43.99%、31.33%、26.74%，复合增长率 33.83%；2007-2009 年公司净利润分别为 4675 万元、5134 万元、8453 万元，近三年净利润增速 113.59%、9.81%、64.64%，复合增长率 56.89%。净利润增速远快于收入增速，主要原因是：过去几年收入主导的 K 金珠宝首饰毛利率提升明显，每年以 10 个百分点左右的幅度提升，提升近 30 个点。

图 2 主营业务收入比例 (K 金首饰下降 38 个点，铂金首饰上升 27 个点，新近两年加大了黄金产品线的投入) 图 3 主营业务利润比例 (基本平稳)

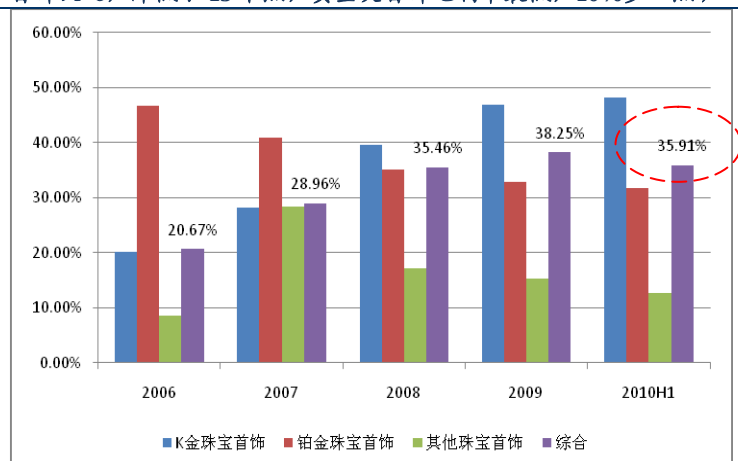


资料来源 公司公告



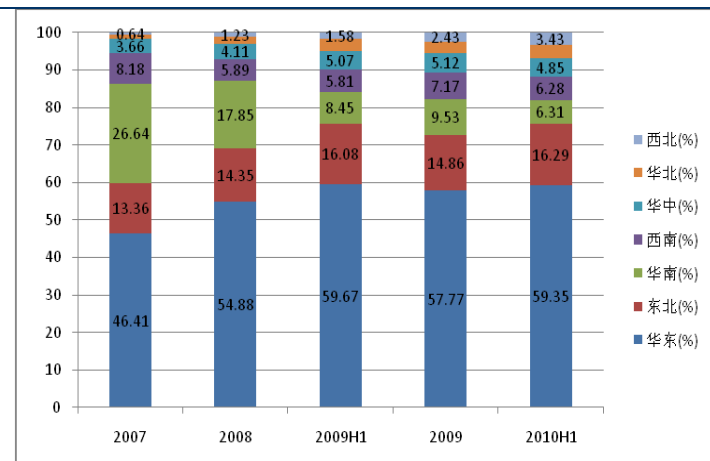
资料来源 公司公告

图4 综合毛利率略有下滑(K金首饰最高,增加了28个点,铂金首饰次之,降低了15个点,黄金类首饰毛利率最低,10%多一点)



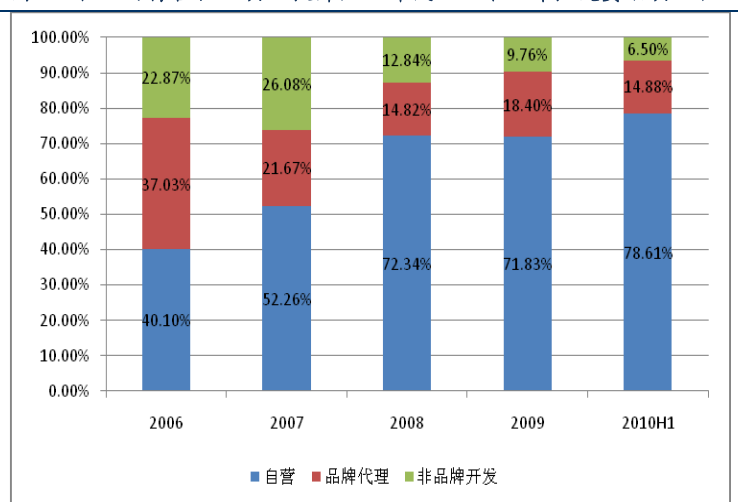
资料来源 公司公告

图5 区域销售比例(主要在华东区,华南区萎缩明显)



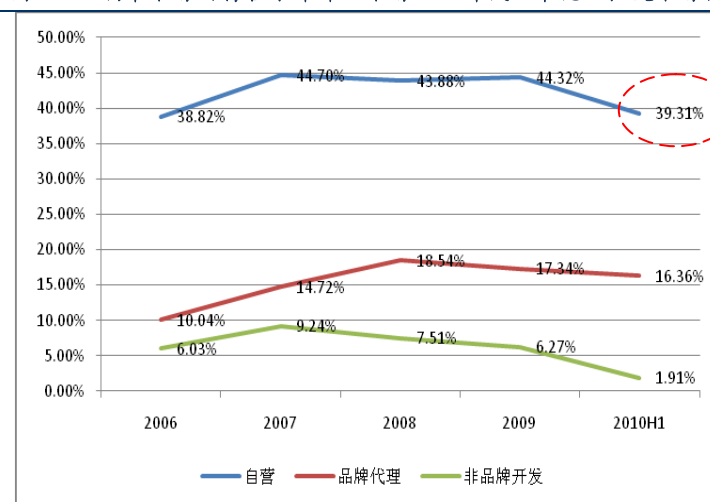
资料来源 公司公告

图6 收入(自营占比明显提升,品牌代理、非品牌批发萎缩明显)



资料来源 公司公告

图7 毛利率下滑(自营今年开始下滑、品牌代理平稳、批发下滑)



资料来源 公司公告

通过几个财务指标变化,分析公司的四大战略调整

第一,本报告淡化了行业整体发展特性与趋势分析,其一是随着珠宝市场的细分和资本市场定价效率的提高,理应淡化行业特点,专注个股特性;其二是我们选取了几个行业龙头,它们比行业整体数据更能代表市场主流方向,经过50年以上检验的指标才最有说服力;

第二,一个指标胜过千言万语,既能反映公司“供应链型经营理念”,也能看出执行力强弱。公司四年四个战略调整,是为构建“差异化、规模化壁垒”、寻求“标准化新型商业模式”、打造消费升级背景下“可成为市场主流的新产品”、开发和占领“符合国家产业导向”的区域空白

市场，而积极做出的试错和调整。

该部分的五个结论：

1) 品牌是永恒的，持久更加是永恒的；量化观察指标是销售增长和门店数（通过增强终端控制力提升品牌）。珠宝首饰是一类很难对质量进行量化判断的奢侈消费品，购买动机主要源自“品牌依赖”和“工艺偏好”，“品牌效应”比服装鞋帽尤其明显。公司近三年收入复合增长率 33.83%，远高于中珠协统计的 15% 的行业增长率；截至 2010 年中报，公司拥有 317 家门店，自营门店 231 家，自营门店数量仅次于周大福位居第二位。公司拟用 IPO 募集资金建设旗舰店 5 家、专卖店 15 家、百货联营店 80 家。

表 1 可比公司销售增长率与最新门店数比较

	潮宏基	老凤祥	六福集团	谢瑞麟
2009 年销售增长率	26.7%	17.8%	14.6%	2.2%
最新门店数	317	293	400	125

资料来源 公司公告

2) 工艺是永恒的，灵魂更加是永恒的；量化观察指标是毛利率、净利率、资产收益率、研发投入收入占比。公司毛利率 38.25%，高于行业平均 20% 的水平，毛利率提升一方面得益于自营比例提高，对整体毛利率的贡献度为 67%；另一方面在于 K 金珠宝首饰毛利率的大幅提高，这得益于设计工艺提升带来公司品牌价值提升和定价能力的最终提升，对整体毛利率的贡献度为 33%；年均推出款式超过 5000 个，2009 年研发投入收入占比为 3.28%。

表 2 2009 年可比公司盈利能力比较

	潮宏基	老凤祥	六福集团	谢瑞麟
综合毛利率	38.25%	7.51%	22.1%	53.01%
销售净利率	15.49%	2.18%	7.13%	5.35%
资产收益率	28.28%	14.96%	23.54%	22.94%
研发投入收入占比	3.28%	0.2%	-	-

资料来源 公司公告

3) 渠道是永恒的, 管理更加是永恒的; 量化观察指标是同店增长、存货周转率、应收账款周转率、期间费用率、费用构成。公司同店销售内生增长率为 25% 左右, 高于行业均值, 得益于自营比例提高迅速和自营店单店盈利能力的加强; 公司存货周转率 1.06, 低于老凤祥和六福, 和谢瑞麟相仿, 原因可能是百货公司自营店铺货量较大, 由于公司对黄金类产品铺货单独管理, 根据每天的销售确定铺货, 存货周转天数已经从 2008 年的 333 天降低到 2010 年中期的 272 天, 缩短了 61 天, 营运效率提高; 公司应收账款周转率低于自行开设专卖店的老凤祥和六福, 高于谢瑞麟, 原因是公司和谢瑞麟的自营店多开在百货公司里; 期间费用率 21.19%, 高于老凤祥和六福, 原因是公司 2008 年加快门店扩张所致, 07-08 年公司净增加门店数分别为 85 和 44 家, 增长率分别为 116% 和 28%, 未来期间费用率稳步降低是可以期待的。公司学习谢瑞麟, 广告宣传支出较大, 租金和谢瑞麟相仿, 高于自有银楼比例较高的老凤祥, 人工成本明显高于老凤祥。

表 3 2009 年可比公司同店增长、存货周转率、期间费用率比较 (单位: %)

	潮宏基	老凤祥	六福集团	谢瑞麟
同店增长	25	12	15	15
存货周转率	1.06	5.97	2.77	1.09
应收账款周转率	22.45	66.59	73.12	14.33
期间费用率	21.19	14.23	12.6	43.2
广告宣传/(营业+管理费用)	7.5	4.07	5.62	15
(租金+折旧)/(营业+管理费用)	18.57	7.86	34.12	14.77
人工成本/(营业+管理费用)	24	11.6	42	31.98

资料来源 公司公告

4) 节奏是永恒的, 一以贯之的态度更加是永恒的。把握节奏确保企业生存, 态度最终提升品牌; 量化观察指标是四大战略指标变化。三年来公司虽然在 K 金珠宝首饰比例、K 金珠宝首饰毛利率、自营销售收入比例、区域销售方面有了较大变化, 但还是可以看出公司的基本思路是没有发生变化的——主攻 K 金珠宝首饰、通过工艺提升其毛利率、以自营门店主战华东地区, 有效形成与其他公司的差异化竞争。

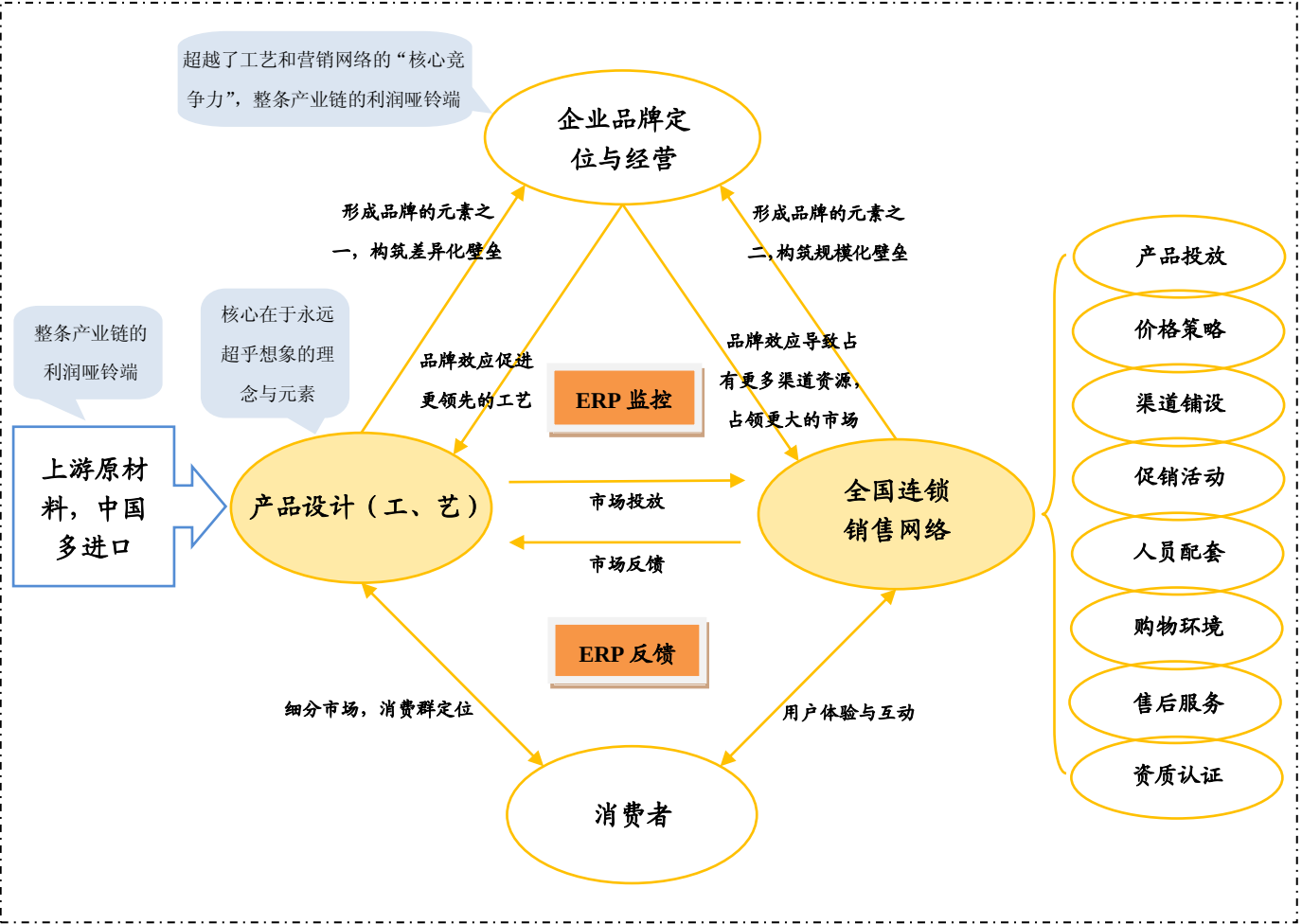
表 4 2009 年可比公司的比较

	潮宏基	老凤祥	六福集团	谢瑞麟
K 金珠宝首饰比例	64%	不详,略低于 CHJ	很少	很少
K 金珠宝首饰毛利率	47%	-	-	-
自营销售收入比例	72%	较高	较低	较高
区域销售占比	华东 58%	华东	加速拓展内地	不详

资料来源 公司公告

5) 成功的企业是相似的，可以也应该找到普适的、稳定的定律，迅速掌握既有规则并受它约束比僭越规则更易取得快速成功，尽管 Cartier 的顶级经典是对既有规则的漠视与新规则的创立，但那是需要漠视时间与流行的更大的代价的。谢瑞麟品牌的成功具有先验借鉴意义，基本可代表每一个后进入企业应该必备的步骤和元素。

图 8 公司核心竞争力模型——“供应链型经营理念”的形成逻辑（除上游环节，其余环节普适于专业连锁经营的发展定律）



资料来源 国海证券研究所

一、产品战略调整——K 金珠宝饰品始终为收入主体，但 K 金饰品比例下降明显

我们的推论：

1) 现象 1：公司以 K 金珠宝首饰为主的“产品定位”，显然是在寻求与一线金饰珠宝公司的“差异化经营的细分市场”。

截至 2010 年中报，潮宏基 K 金珠宝饰品销售收入比例为 58.67%。从我们选取的 90 年代初国际和香港品牌陆续进入内地的一线参照公司情况看，经营品类上，谢瑞麟（0417.HK）、周生生（0116.HK）、周大福、六福集团（0590.HK）、老凤祥（600612.SH）皆以“铂金珠宝首饰”或“黄金首饰”为主。周大福和老凤祥也经营 K 金首饰，但比例不高。

国内 K 金饰品市场发展时间不长，空间较大。K 金珠宝饰品面临一个 500 亿元以上年销售规模的市场，目前每年保持 10% 的市场份额增幅，年均销售总额增长率 25-30%。2003 年开始世界黄金协会在中国市场推广 K-gold 饰品，K 金珠宝首饰受到年轻人追捧，市场份额逐年上升，已从 2003 年的 5% 提升到 2006 年的 18%（按照 1800 亿的珠宝市场年销售额计，K 金饰品的年销售额为 324 亿元）。

表 5 市场目前主流多以铂金珠宝首饰和黄金首饰为主，且每个细分市场的市场可替代品牌都比较多

品牌定位	品牌名称	经营历史	主营产品和细分市场	品牌荣誉和关键资质认证
国际三大一线品牌	卡地亚（Cartier）	1847 年创立于巴黎，1990 年进入中国	铂金珠宝首饰（第一者生存的核心经营法则）	人：国际顶级设计师，横跨建筑、画家等广泛领域，非仅限于设计师；
	蒂梵尼（Tiffany）	1837 年创立于纽约，2001 年进入中国	铂金珠宝首饰（保护自然之美的核心文化理念）	设计：背后有画作、音乐等著名艺术作品的支撑；
	宝格丽（Bulgari）	1881 创立于意大利，2003 年进入中国	铂金珠宝首饰（前卫与奢华的核心文化理念）	地位：皇帝的珠宝商，珠宝上的皇帝 中国市场地位：垄断国内高端市场
国内一线品牌	周大福	1929 年创立于香港，1948 年郑裕彤接手，1994 年进入内地	黄金首饰为主（老中青消费群体全面定位） 铂金首饰——淳美系列、水中花 09 系列、Perfect Moment 系列、感悟系列（最大的消费群体覆盖度，35-45 岁） K 金首饰（20-35 岁）	中国驰名商标； GIA（美国宝石学院）钻石鉴定书； 1964 年在南非约翰尼斯堡投资开设钻石琢磨厂，专责钻石切割及打磨工序以确保产品质量。获得 DTC 配发钻石原石胚加工琢磨和钻石胚配售权，保证了最低的原料成本和竞争实力。后成为 De Beers（DTC 钻石销售中心）

				全球当时 125 家国际权威钻石商之一 (筛选剩 79 家)
	周生生	1934 年诞生于广州, 奠基香港, 1994 年进入内地	黄金首饰为主 铂金首饰——心影系列 Platinum Loving Hearts(张曼玉代言)、感悟系列	香港十大名牌珠宝; 国际最权威的 IGI (世界玉石学院) 钻石鉴定书; 2005 年取得 DTC 钻石配货商资格(全球 79 家)
	谢瑞麟	1960 年创建于香港, 1994 年进入内地	铂金珠宝首饰为主——Estrella、“缘定三戒”系列、Saxx	香港十大名牌珠宝; IGI/GIA 裸石鉴定证书; 钻石自供。
	六福	1991 年创立于香港, 在内地扩展迅速	黄金首饰为主	香港十大名牌珠宝; 国际钻石鉴定书
国内二线品牌	老凤祥	1848 年成立于上海, 2003 年国内贵金属市场全面开放有了细分市场	黄金首饰为主、 K 金首饰	中国名牌, 中国驰名商标
	潮宏基	2005 年成立于广东汕头	K 金珠宝首饰、铂金珠宝首饰、黄金首饰	中国名牌; DTC 第一个永恒印记”珍贵钻石的授权零售商 (目前主要是碎钻, 成本可忽略不计)。
	周大生、周六福、粤豪、TTF、吉盟、雅诺信、钻石小鸟、九钻、珂兰、IDo、美伊、戴梦得、萃华	分布于广东、江浙、北京等地的区域品牌	黄金饰品 铂金饰品 K 金饰品	钻石小鸟和九钻采用电子商务模式; 区域品牌目前尚无实力进行全国扩张

资料来源 国海证券研究所

2) 现象 2: 品牌提升和竞争加剧, 促使公司逐步渗透到谢瑞麟、周大福的传统优势领域, 与之分一杯羹

公司综合毛利率水平比谢瑞麟低 15 个点, 铂金珠宝首饰更容易获得高的毛利率定价。截至 2010 年中报, 公司铂金饰品销售收入比例为 29.18%, 其他珠宝首饰收入比例为 12.15%, 分别比 2006 年提升了 26.64、11.05 个点。因为 K 金饰品单价比铂金饰品便宜, 导致 K 金首饰收入比例下降明显, 下降 38 个点, 若剔除价格因素 (假设按 1: 2 的价格比例), K 金首饰收入下降 20 个点, 销售数量占比 80%。

鉴于黄金首饰比例已经大幅提高, 我们判断, 未来该部分比例应基本保持稳定。

3) 行业透视 1: 金银珠宝消费群体庞大, 人均占有率提升空间大

2003-2008 年, 我国限额以上金银珠宝类零售总额复合增长率超过

20%，未来几年行业增速有望维持 15% 以上。中国在世界首饰用金总量中的占比从 2005 年（9%）加速上升至 2009 年的 28%（赶上印度），成为第二大黄金消费国；中国首饰用黄金需求增速远快于美国、印度需求增速（2007 年 23.5%、2008 年 8.1%、2009 年 8.4%）；另据中宝协统计，2008 年我国珠宝玉石首饰销售总额突破 1,800 亿元，是仅次于美、日的第三大珠宝消费市场。

然而根据中国饰品行业分析报告，女性珠宝首饰人均占有率最高的为日本东京（68.2%），其次为韩国（68%）、泰国（68%）、香港（54%）、新加坡（48%）、马来西亚（47%），而中国人均占有率仅为 5%。人均珠宝拥有率和消费档次都仍旧有很大的提升空间。

4) 行业透视 2：消费升级导致单价较贵的铂金珠宝饰品和黄金饰品需求增加，高净度、无色、高切割工艺的大钻石市场需求上升迅速

国内婚庆渐渐受西方观念同化，购买钻戒成为流行。预计 2020 年，中国钻石消费市场将超过美国，如果大陆平均每人钻石消费量达到台湾水平，全球钻石需求量将增加 7 倍。从销售额构成看，2005 年全球珠宝首饰行业中，镶钻首饰占了最大份额，达 47%（690 亿美元）。过去三年，卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bulgari)及蒂梵尼(Tiffany)三大顶尖品牌企业均保持了稳健快速发展。美国是世界珠宝首饰第一大消费国，其钻石消费比例最高，2007 年达 48%，其次才是手表和黄金。国内钻石市场主要存在婚庆、投资、时尚消费三类需求，婚庆独占鳌头。在中国前 25 名城市中，超过半数新人拥有钻石婚戒。目前上海婚戒的钻戒比例 77%，全国主要城市婚介钻戒比例 30%。

从珠宝首饰产业链各环节增值情况看，珠宝首饰零售环节增加值占比最大，总体达 672 亿美元，占整个产业链的 46%。中国珠宝首饰的铂金原料 95% 进口，来源地为澳大利亚、俄罗斯、南非；钻石原料 100% 进口，主要由 De Beers 旗下 DTC 供应。国家对通过上海钻石交易所和上海黄金交易所进口的原料实行零关税扶持政策，同时对黄金和铂金实行增值税即征即退的扶持政策，钻石增值税率为 4% 的优惠税率。

中国已具备世界一流的钻石加工行业生产能力，低成本劳动力运

作以及高品质的钻石加工工艺已使中国成为目前世界上第二大钻石加工中心。全球钻石业不景气已成不争的事实，很多国际钻石厂商在中国投资，据戴比尔斯统计，2008 年金融危机中，该公司在欧美主要市场销售都遭遇严冬，但在中国的钻石销售却逆势增长，增幅超过 15%。

5) 行业透视 3: 除 K 金饰品外，公司每一个价位所对应的产品，都存在众多可替代品牌，进入壁垒不高（表 8）。

我们分析，正是这样的现实竞争格局，导致了公司东冲西突进入多个领域，尝试谋求利益空间最大化。

风险因素：战线拉长，大大增加了“消费群体定位”的管理难度。

二、定价战略调整——K 金饰品毛利率提升明显，原因在于公司工艺设计能力得到市场认可，构筑“差异化壁垒”，提升公司品牌

我们的推论：

1) 定价能力反映出公司品牌效应较强，把“工艺和设计能力”的“核心重要性”提到了一个战略高度，从而赢得了客户认可，并积累了忠诚的客户关系。

从国际行业发展来看，设计和工艺的创新能力是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；

从国内行业发展来看，现阶段中国消费者还处于品牌观念形成初期，“质量”和“款式”仍然是主要选择依据；近年来，“设计”、“生产”专业化分工也日趋明显。珠宝首饰加工生产呈现区域集群化特征（广东、上海、山东、浙江）；

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了拆分。潮宏基 2000 年开始组建自有设计研发团队，在组

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。2006 年 4 月公司作为国内珠宝首饰界唯一代表应邀参加了世界顶级时尚舞台——2006 年瑞士巴塞尔世界钟表珠宝展览会。2007 年，公司被广东省知识产权局评为“广东省知识产权优势企业”。同时公司也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”，共同挖掘中国传统的文化精髓，运用在珠宝设计领域。

表 6 潮宏基每年推出自主设计的款式数量

项目	2006	2007	2008	2009	2010E
原创款式	4600	5150	5380	未披露	5500

资料来源 招股说明书

定价模式：固定毛利率加价。

数据结果：近几年公司 K 金首饰毛利率提升明显，从 2006 年的 20.12%提升到 2010 年中期的 48.28%，提升了 28 个点，毛利水平仅次于谢瑞麟。体现了公司的设计与工艺实力。

2) 定价细分：双品牌完善市场结构，VENTI 是新增长极

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。珠宝首饰行业的品牌发展在欧美国家已十分成熟，业已形成涵盖高、中、低端和个性化小众流行的市场结构；

潮宏基目前有两个定位的连锁珠宝品牌：“CHJ”主要针对中高端市场，作为 fast-fashion 的 VENTI 主要面向 20-35 岁的年轻职业女性。VENTI 在全国设有 33 家专营店，2008 年开始盈利；预计未来几年公司将加快 VENTI 品牌的渠道扩张（表 7）。

表 7 汕头朗日公司 VENTI 品牌自营店销售假设

	2009	2010E	2011E	2012E
专营门店数	33	65	80	100
销售收入（亿元）	0.6	1.2	1.8	2.5
收入增长率	-	100%	50%	39%
平均单店收入（万元）	182	185	225	250
毛利率	35%	36%	38%	38%
毛利润（万元）	2100	4320	6840	9500
净利率	9%	10%	10%	10%
净利润（万元）	540	1200	1800	2500
增厚 EPS（元）	0.03	0.067	0.1	0.14

资料来源 国海证券研究所

风险因素：核心不确定性——理念改变，岂在朝夕？以子之矛，攻子之盾，黄金作为公认的保值产品，仍然构成消费者购买的主要原因之一，设计能力构成 K 金饰品的“核心不确定”因素。一个符合国际潮流的中国朝阳行业，一个中国朝阳行业中的龙头公司，一个理念超前、激励机制不断完善的管理层（新产品、新管理层），没有理由不被市场寄予厚望。然而从保值到时尚，从时尚到经典，道路曲折。

三、销售战略调整——自营销售收入比例从 2006 年的 40.1% 大幅提升到 2010 年中期的 78.6%，品牌代理和非品牌批发比例下降较快

表 8 公司四种模式的销售实现形式

模式	特征
旗舰店和专卖店	在购物广场或商业街购置、租赁场地，设立直营店，公司子公司或分支机构，经营人、财、物全部由公司负责，货款也由公司自行收取。旗舰店与专卖店以店面营业面积为划分标准，营业面积超过 200 平方米为旗舰店。
百货联营店	与百货公司联营，在百货公司设立专营店销售“潮宏基”品牌珠宝首饰。店面形象由公司负责按统一形象标准装修，货品由公司自主统一配送及摆置，并聘请营业员销售导购。顾客购买货品后，由百货公司收取货款，并开具发票。双方在合同约定结算期间（15-30 天）对账结算，由公司签发发票，百货公司收取货款在扣除商场应得利润分成后，返款给公司。营业面积超过 200 平方米的为联营旗舰店。
品牌代理	公司授权代理商在特定地点、以专营店形式设立“潮宏基”珠宝专营店。专营店所有权归代理商，相关人、财、物由代理商支配，公司根据有关代理条款规定给予管理支持，代理商也应按有关代理条款履行义务，按公司统一管理模式经营。公司在将货品交付代理商时实现销售。
非品牌批发	为平滑生产产能，公司日常生产中接受部分客户的订单，根据客户提供的款式或为客户开发专门的珠宝首饰款式，销售给客户，货品出库后所有权归属客户。客户不得对外使用潮宏基品牌。

资料来源 招股说明书

我们的推论:

1) 公司把“连锁销售网络建设”的“核心重要性”提高到了战略高度, 上市后渠道明显改善, 构筑“规模化壁垒”

预计 2011 年底全部门店开业后, 公司总收入可能实现翻番增长。IPO 募集资金中 82% 的部分投入了销售网络建设, 未来两年计划建设门店 100 家, 平均分两年投入, 其中旗舰店 5 家, 专卖店 15 家, 百货联营店 80 家, 总计新增 1.04 万平米经营面积。“大店策略”借鉴 Tiffany 经验。Tiffany 的纽约旗舰店销售占比 18%, 前 10 名零售店占比 28%, 网上销售 12%。

广覆盖, 重自营。公司目前已形成以华东、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 317 家品牌专营店(200 多家自营店和近 100 家品牌代理店)的销售网络。2007 年潮宏基收回大部分的品牌代理经营权, 加大毛利率远高于品牌代理的自营门店建设, 目前自营店数量居全国第二位, 仅次于香港周大福。

表 9 可比公司网点数量

品牌名称	网点数量	渠道模式
谢瑞麟	125 家专卖店	自营、联营、代理、批发
周生生	120 家专卖店	自营、联营、合作、批发
周大福	802 家专卖店	自营、联营、代理、批发
六福	400 家专卖店	自营、联营、代理、合作
老凤祥	54 家银楼、239 家专卖店	自营、联营、代理、批发
潮宏基	317 家专卖店	自营、联营、代理、批发

资料来源 招股说明书

公司 95% 的自营店以上设立在优质百货渠道中, 即采取与百货商场合作的联营模式, 抢先占领稀缺的百货渠道资源, 并实现快速复制与扩张。目前公司与五大全国性连锁百货集团的大商、百联、王府井、新世界、百盛以及各区域性知名百货企业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, 与公司建立战略合作关系的百货商场达 52.27%。一来百货商场中的珠宝专营店有百货公司品牌和珠宝商品牌提供双重信用保障; 二来高档百货商场对

珠宝首饰品牌的选择具有排他性；三者，公司绝大多数新增门店位于成熟百货店内，培育期短，公司称新开门店很多当月就能达到成熟门店平均 3400 元/月的水平。

公司扩大经营门店，目前产能将难以跟上未来发展，公司将新建 15,000 平米的生产厂房及 3,000 平米的品牌设计研发中心。

2) 空间有否支撑：按照行业规则推测公司选址模型

根据公司品牌市场定位，按中国城市人口分布和人均 GDP 指标测算，现阶段可供公司设立品牌专营店的市场规模为 500 家。截至 2010 年中期，在人均 GDP 前 50 名的城市中，公司进入了 36 个，开店 167 家，提升空间巨大。

表 10 公司在不同级别城市的渗透率

人均 GDP(万元)	城市数量	按城市人口数量划分			可开门店数	已开门店数	市场空间	市场渗透率
		200 万	200-500 万	500 万				
1	36	3	16	17	0	3	-	-
1-1.5	63	11	33	19	71	3	68	4%
1.5-2	50	6	31	13	107	30	77	28%
2-3	65	15	34	16	179	39	140	22%
3-5	45	12	17	16	237	84	153	35%
5	54	140	95	14	210	120	90	57%
合计	289	86	155	96	804	279	528	35%

资料来源 招股说明书

表 11 潮宏基和 VENTI 品牌未来 3 年门店数量及 CHJ 自营店盈利假设

品牌	2009	2010E	2011E	2012E
VENTI (表 7)	33	65	80	100
潮宏基	210	240	285	335
销售收入(亿元)	3.87	4.86	6.63	8.97
收入增长率	-	0.25	0.37	0.35
平均单店收入(万元)	176.00	202.40	232.76	267.67
毛利率	45%	45%	45%	45%
毛利润(万元)	17424.00	21859.20	29851.47	40351.86

资料来源 国海证券研究所(注:潮宏基平均单店收入 150 万, 同店增长 15%, VENTI 平均单店收入 200 万, 同店增长 20%)

3) 如何解决资金瓶颈的制约, 控制风险: 开店速度与现金流尽量匹配, 确保资金充足

珠宝首饰企业的扩张对资金量需求很大, 无论是与卡地亚、宝格丽及蒂梵尼, 还是与周大福、周生生等香港企业相比, 公司资产规模相对较小。公司设立以来主要靠自有资金积累和股东增资扩大经营, 发展能力受限, 抗风险能力还有待加强。

公司新开门店单店资金 150 万元左右, 其中存货占比 75%以上, 装修占比 10%以上(表 12)。旗舰店和专卖店对铺货库存需求较大(表 13)。截至 2010 年中期, 公司账面有 7 亿元现金, 可保证铺货资金需求。

表 12 公司历年自营店铺货余额(单位: 万元)

项目	2006	2007	2008
自营店数量	73	158	202
自营店铺货金额	8277	21270	24944
单店平均铺货金额	113.38	134.62	123.49

资料来源 招股说明书

表 13 未来两年计划新开门店的资金需求(单位: 万元)

计划新开门店	物业形式	门店数量	单店铺货库存金额	总铺货库存金额
旗舰店	租赁为主	5	580	2900
专卖店	租赁为主	15	345	5170
百货联营店	租赁为主	80	125	10000
小计	-	100	180	18070

资料来源 国海证券研究所

4) 控制存货风险、提高存货周转率——管理工作的重中之重

公司采取了多种措施保证存货安全、以及在不影响销售收入的前提下控制存货余额, 提高存货周转率, 主要措施包括: 一是在存货流通环节建立完善的审批和监控体系, 从发货到配送(邮递)到交货都有严密的控制, 保证存货配送的安全、高效进行; 二是通过 SAP-ERP 信息管理系统, 实时跟踪每个销售终端的销售及库存情况, 为后台生产及产成品在不同终端间调配提供数据支持; 三是对每个专营店实行定期、不定期的盘点制度和个人责任追究机制, 保证存货安全; 四是通过更换道具及陈列方式等措施, 在不影响陈列效果的前提下有效降低陈列柜台的铺货量, 从而降低门店的铺底货品金额; 五是实行存货全面投保机制, 在

发生意外损失时有合理的补偿机制。

5) 反观一个普适性行业问题：渠道价值几何？

得渠道者得天下。渠道带来品牌传播和销售额提升，其带来的市值增加至少应该从三方面考虑：商誉增加、营业收入增加、品牌传播带来的毛利提升。

四、区域战略调整——华东区仍是主要市场，华南区业务萎缩

我们的推论：

1) 行业竞争激烈，一二线城市面临强势品牌竞争，可能二三四线城市是未来金银饰品销售商的主攻方向

目前我国金银饰品行业销售主要来源于大城市，北京、上海、深圳销售额约占全国销售总额的 15%、15%、10%，合计达 40% 的市场份额。然而公司相对于卡地亚、宝格丽、蒂梵尼、周生生、周大福、谢瑞麟、老凤祥、亚一、老庙，品牌历史较短，一二线城市优势不明显。例子：尽管 2009 年华南区销售收入大幅减少的原因是 VENTI 品牌收入分别按所在区域统计，不再全部计入华南地区所致，但是也不可否认香港品牌大举进入内地的冲击，迫使公司转战竞争尚不足够激烈的市场。

2) 公司未来将加深对华东和东北核心市场的拓展，并着手对华北、华中和西部等地区进行战略扩张，预计 2010 年公司网点可增加至 380 家，增长 36.2%，基本覆盖全国 500 万以上人口城市

公司目前东三省共有 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%。从 80 家计划新增联营店的布局看，公司加快了华北地区的渠道扩张，未来两年新增 19 家联营店；华东地区的市场开拓继续深入，将新增 26 家联营店，江苏和浙江仍是公司目前门店增长最快的两省；华中和东北增速也较快，合计新增 21 家联营店，公司拟加大对成都和重庆市场的投入；其余地

区保持稳定增长。

3) 行业问题与公司出路, 关注企业未来并购扩张的增长潜力: 珠宝首饰行业未来竞争格局将呈现行业集中度逐步提高的趋势, 市场向知名品牌聚集

美国珠宝零售行业集中度高: 2006 年美国珠宝零售业 CR4 的销售额为 91.5 亿美元, 占比 31%; CR20 的销售额为 188 亿美元, 占比 64% (其中 12 家为非专业珠宝零售商, 占销售总额的 53%; 其中超市、百货、电视购物、互联网等非店铺销售分别占销售总额的 15%、17%、16%)。蒂梵尼排名第五, 卡地亚排名第 20。排名第二、第三的分别是 Sterling 和 Zale, 是蒂梵尼的 2-3 倍, 是卡地亚的 7-8 倍。

中国珠宝行业集中度低: 中国珠宝首饰行业正处于行业周期的增长期, 企业众多而分散, 行业龙头企业规模优势不突出, 市场集中度低, 面临洗牌局面, 资源将逐步向具有品牌优势的企业集中。

市场开放导致竞争加剧: 国际竞争者涌入中国珠宝首饰的生产、加工、零售等环节。短期看将促使行业竞争和市场细分; 但长期看, 由于国际竞争者侧重高端市场, 拥有良好的品牌管理及运营经验, 必将促使行业竞争从低层次价格竞争转为品牌竞争, 使产品研发从简单模仿转为系统规划, 加快行业整合, 使市场向更具品牌优势及产品研发能力的企业集中。

公司并购潜力: 中国珠宝首饰行业发展时间短暂, 珠宝首饰生产企业众多, 不乏与 VENTI 相似的珠宝品牌, 公司融资获得资金支持后, 并购此类企业的能力大为增强; 此外中国高端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。

五、强大的后台支持——ERP 管理系统建设

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”。

在内部管理中注重借助现代信息技术，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。凭借良好的治理结构和高效的管理水平，公司分别被全球四大商学院之一的欧洲工商管理学院（INSEAD）和国内最好的商学院之一的北京大学光华管理学院选定为企业管理案例和人力资源管理案例。

股权激励完善公司薪酬激励体系，助推公司业绩增长

在改制为股份公司前，已按股份制模式运作多年，成功实践了所有权和经营权分离的现代企业制度，形成了较完善的法人治理结构；

致力于管理团队的建设，大胆引进国内外高级职业经理人，形成一支经验丰富、管理理念先进、充满朝气的管理团队；

民营企业，管理机制效率较高，对于市场营销、品牌渠道建设、生产设计、ERP 系统建设几项品牌连锁企业的核心竞争力都非常重视，未来还可能推出股权激励完善职业经理人的激励。

盈利预测

盈利假设：

1、CHJ 和 VENTI 品牌的自营店收入假设见表 7 和表 11，基于该假设，公司未来 3 年自营店销售仍将保持 35%以上的收入增长。

品牌	2009	2010E	2011E	2012E
VENTI 销售收入(亿元)	0.6	1.2	1.8	2.5
VENTI 毛利润(万元)	2100	4320	6840	9500
CHJ 销售收入(亿元)	3.87	4.86	6.63	8.97
CHJ 毛利润(万元)	17424	21859.2	29851.47	40351.8555
双品牌销售收入(亿元)	4.472	6.0576	8.43366	11.467079
双品牌自营销售增长率	-	35.46%	39.22%	35.97%

- 2、品牌代理业务维持行业平均增长水平，保持 10%的销售增速；
- 3、非品牌批发业务 2010-2012 年销售增速 10%、100%和 50%；

品牌	2009	2010E	2011E	2012E
双品牌销售收入（亿元）	4.472	6.0576	8.43366	11.467079
双品牌自营销售增长率	-	35.46%	39.22%	35.97%
品牌代理销售收入（亿元）	1.03	1.13	1.25	1.37
品牌代理销售增长率	-	10%	10%	10%
非品牌批发销售收入（亿元）	0.177	0.19	0.39	0.58
非品牌批发销售增长率	-	10%	100%	50%
整体销售收入（亿元）	5.68	7.39	10.07	13.42
整体销售增长率	23.8%	30.05%	36.34%	33.30%

4、考虑到原材料成本上升和公司套期保值等因素，假设 2010-2012 年品牌代理和非品牌批发业务毛利率分别为 18%和 10%。不难得出结论：由于自营业务销售比重提升，故公司综合毛利率保持稳步提升态势，2009-2012 年公司综合毛利率分别为 37.75%、38.5%、39%和 39.2%；

	2009	2010	2011	2012
CHJ 自营	45%	45%	45%	45%
VENTI 自营	35%	36%	38%	38%
品牌代理	17.34%	18%	18%	18%
非品牌批发	6.27%	10%	10%	10%
综合毛利率	37.75%	38.5%	39%	39.2%

5、所得税率逐年上升

	2009	2010	2011	2012
实际所得税率	10%	22%	24%	25%

表 14 公司 2010-2012 年盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（亿元）	5.68	7.39	10.07	13.42
整体销售增长率	23.80%	30.05%	36.34%	33.30%
主营业务成本（亿元）	3.54	4.54	6.14	8.16
主营业务利润（亿元）	2.14	2.85	3.93	5.26
毛利率	37.75%	38.50%	39.00%	39.20%

管理费用（亿元）	0.18	0.24	0.33	0.43
管理费用率	3.16%	3.30%	3.30%	3.20%
销售费用（亿元）	0.98	1.32	1.77	2.35
销售费用率	17.34%	17.80%	17.60%	17.50%
财务费用（亿元）	0.04	0.04	0.05	0.07
财务费用率	0.69%	0.50%	0.50%	0.50%
期间费用率	21.19%	21.60%	21.40%	21.20%
营业利润（亿元）	0.94	1.25	1.77	2.42
所得税（亿元）	0.09	0.27	0.43	0.60
所得税率	10.00%	22.00%	24.00%	25.00%
净利润（亿元）	0.85	0.97	1.35	1.81
净利润增长率	-	15.07%	38.27%	34.50%
归属于母公司的净利润（亿元）	0.84	0.94	1.29	1.74
EPS（元）	0.467	0.520	0.718	0.966

资料来源 国海证券研究所

风险因素

- 1) 存货风险（铂金、黄金、钻石）。公司 2010 年中期存货 5.26 亿元，如果原材料价格大幅下跌，存在需计提大额存货跌价准备的风险，导致盈利水平波动；
- 2) 公司历史上关店较多，选址风险和跨区域连锁经营管理风险；
- 3) 国际顶级品牌和香港品牌纷纷抢占国内市场，与公司形成直接或间接竞争，导致销售目标低于预期。

估值及投资评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52/0.72/0.97 元，当前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 76/55/41 倍，三年净利润复合增长率 28.87%。专业连锁行业 2010 年 PE 为 30 倍，中小板 2010 年 PE 为 38 倍。公司商业模式领先而独特，兼具“奢侈消费品”和“快速消费品”特征，目前 A 股市场尚无完全可比类上市公司。考虑到 K 金珠宝首饰的朝阳行业特性、公司的行业龙头地位、公司积极战略调整带来的未来 3 年高成长预期，可享有一定的估值溢价，首次给予公司“增持”的投资评级。

表 15 可比内容类上市公司相对估值 (2010-9-13)

证券代码	证券简称	P	EPS09	EPS10	EPS11	EPS12	PE09	PE10	PE11	PE12	PB	A 股市值 (亿元)
002345.SZ	潮宏基	39.75	0.467	0.52	0.718	0.966	85.12	76.44	55.36	41.15	5.62	71.55
600086.SH	东方金钰	17.92	0.03	0.18	0.19	-	519.42	99.56	94.32	-	15.48	60.94
600612.SH	老凤祥	32.10	0.47	0.76	0.99	1.39	68.49	42.19	32.45	23.16	9.77	47.48
000026.SZ	飞亚达 A	15.15	0.28	0.40	0.51	0.72	53.91	38.21	29.75	20.97	5.16	28.96
002173.SZ	山下湖	20.20	0.12	0.19	0.30	-	172.21	105.54	67.60	-	5.50	21.15
600337.SH	美克股份	10.53	0.09	0.21	0.34	0.34	118.85	49.09	31.08	30.55	3.96	56.01
002293.SZ	罗莱家纺	64.19	1.03	1.40	1.84	2.45	62.36	45.77	34.81	26.19	7.13	93.19
002327.SZ	富安娜	40.71	0.64	0.87	1.15	1.50	63.30	46.86	35.43	27.20	5.31	55.17
002397.SZ	梦洁家纺	43.30	0.94	0.98	1.27	1.62	46.18	43.99	34.02	26.81	4.27	40.70
002269.SZ	美邦服饰	26.78	0.60	0.73	0.97	1.28	44.54	36.77	27.59	20.94	10.79	281.40
002291.SZ	星期六	18.35	0.41	0.46	0.60	0.79	45.06	40.31	30.81	23.34	3.73	52.88
002024.SZ	苏宁电器	15.02	0.41	0.58	0.72	0.90	36.36	26.04	20.73	16.75	6.68	1087.91
0116.HK	周生生	15.82	0.95	-	-	-	16.65	-	-	-	2.79	109.70
0417.HK	谢瑞麟	6.58	0.58	-	-	-	11.34	-	-	-	2.31	14.50
0590.HK	六福集团	15.68	1.08	-	-	-	14.52	-	-	-	4.65	77.3
平均值			0.54	0.61	0.80	1.19	90.55	54.23	41.16	25.71	6.21	-

资料来源 Wind

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归国海证券所有。