

K 金领跑者，打造专业价值

——潮宏基(002345)公司投资价值分析

核心观点

1、消费升级和珠宝消费多元化带动 K 金市场快速发展。金银珠宝行业按产品类别大致分为黄金、K 金、铂金三类，从各自的发展程度来看，黄金产品市场的发展最为成熟，K 金和铂金作为稀有金属处于市场初步认可阶段。我们认为在消费升级和珠宝消费多元化的趋势下，K 金消费市场将会快速成长。

2、专注 K 金珠宝，快速成长的细分行业龙头公司。相比于竞争激烈的传统黄金市场，公司采取了差异化经营策略，主要从事的业务是 K 金珠宝的设计、生产及销售，其核心业务是对“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌的经营。公司采用以自营为主、品牌代理和非品牌批发为辅的复合营销模式；渠道方式主要是依托百货渠道，公司目前已经与国内 60% 的知名百货商建立了合作关系。

3、快速的门店扩张是带动公司成长的重要动力。截至 2010 年三季度，公司在国内超过 80 个主要城市拥有门店数量达到 350 家（自营店和品牌代理店数量分别为 252 家和 98 家），自营店规模位列同行业第二，仅次于香港的周大福。根据公司计划，未来每年新开店数量将保持在 50 家以上；从拓展区域来看，在立足于华东、华南和东北市场的基础上，加强拓展西南、华中等其他区域的市场。

4、产业链的贯通使公司具备更高盈利水平。公司具备的“品牌经营+产品设计+连锁销售”一体化的盈利模式是公司的核心竞争力；贯通产业链的经营模式使公司可以最大程度享受各个环节的利润空间；同时，也增加了公司抵御风险的能力。从数据来看，公司的毛利率和净利润均明显高于行业平均水平，一方面来源于公司贯通产业链的经营模式；另一方面来源于公司的差异化经营策略，定位中高端的 K 金和铂金饰品占比较大也决定了公司净利润率高于同行业其他公司。

5、盈利预测与评级。我们预计公司 2010-2012 年的每股收益分别是 0.71 元、0.95 元和 1.24 元；对应的估值分别是 50 倍、38 倍和 29 倍。公司作为 K 金行业的领跑者，具备了最核心的竞争力（品牌经营、产品设计、连锁销售）。总体来看，K 金珠宝饰品仍属于朝阳行业，行业整体受益于社会消费升级，考虑到公司的行业龙头地位和积极的扩张战略，公司未来将获得高于行业平均水平的增长速度，我们长期看好公司的前景，给予“推荐”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	18000.00
流通A股(万股)	4500.00
52周内股价区间(元)	30.0-60.8
总市值(亿元)	64.58
总资产(亿元)	5.15
每股净资产(元)	3.74
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-潮宏基(002345): 致力分享潜在的K金消费市场》 2010-03-25
- 《潮宏基(002345): 具有突出品牌和渠道优势的国内连锁珠宝商》 2010-01-12

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	569	842	1163	1505
同比增速	26.7%	48.1%	38.1%	29.4%
净利润(百万)	85	128	170	223
同比增速	65%	52%	33%	31%
EPS(元)	0.47	0.71	0.95	1.24
P/E	76.4	50.4	38.0	28.9

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

1、我国珠宝消费市场前景广阔	4
1.1、我国珠宝消费将持续高增长	4
1.2、珠宝市场分类和发展阶段	4
1.3、潮宏基—立志成为中国最受尊敬的奢侈品运营商	6
2、核心竞争力分析	7
2.1、销售渠道拓展迅速，注重自营店的发展	7
2.2、设计新颖，引领行业潮流	8
2.3、品牌提升展现企业“软实力”	9
3、财务指标领先行业	10
3.1、收入快速增长	10
3.2、盈利能力高于行业平均水平	11
3.3、运营指标良好	12
4、未来关注点	12
4.1、行业发展前景长期看好	12
4.2、专注 K 金，享受高利润率	13
4.3、“品牌+设计+连锁”打造核心竞争力	13
4.4、市场渗透空间巨大	13
5、盈利预测与评级	14
5.1、盈利预测	14
5.2、投资评级	15
6、风险提示	15

图表目录

图 1: 全球珠宝市场情况	4
图 2: 限额以上金银珠宝销售额及增速	4
图 3: 金银珠宝与其他百货类产品增速对比	4
图 4: 珠宝市场分类	5
图 5: 珠宝行业的发展阶段	5
图 6: 公司股权结构	6
图 7: 公司门店数量变动情况	7
图 8: 经营模式情况	8
图 9: 2009 年收入结构	8
图 10: 2010 年收入结构	8
图 11: 营业收入及增速情况	10
图 12: 2010H 各类别产品收入占比	11
图 13: 近几年各类别产品收入占比变化	11
图 14: 各产品毛利率变化情况	11
图 15: 2010H 各类别产品收入占比	12
图 16: 近几年各类别产品收入占比变化	12
表 1: 行业竞争对手情况	6
表 2: 各经销模式的毛利率情况	8
表 3: 研发投入变化情况	9
表 4: 公司品牌价值排名	9
表 5: 公司历年获奖情况	10
表 6: 同行公司毛利率情况	11
表 7: 同行公司产品类别情况	11
表 8: 经营指标对比	12
表 9: 市场拓展的城市渗透率	13
表 10: 分产品的收入预测	14
表 11: 公司盈利预测表	15

1、我国珠宝消费市场前景广阔

1.1、我国珠宝消费将持续高增长

自 2000 年以来，全球珠宝首饰市场保持了平稳的增长，其中，中国和印度是推动全球珠宝市场增长的主要力量；对于中国来说，经济实力提高带动的居民消费能力提升（2009 年的人均 GDP 达到 3700 美元）是重要原因，此外，中国传统消费观念对于金银珠宝的偏爱也是带动该类商品销售增速高于其他百货类产品的重要因素。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和世界第二大钻石加工基地，珠宝消费增长速度明显快于全球平均水平。

从数据来看，自 2000 年以来，限额以上的金银珠宝商品的平均销售增速在 25% 以上；与服装、化妆品等其他百货类产品相比，金银珠宝具备更快的增长速度。我们认为，在居民收入持续增加和消费升级的背景下，金银珠宝消费将继续保持高于社会总体消费水平的增长速度。

图 1：全球珠宝市场情况

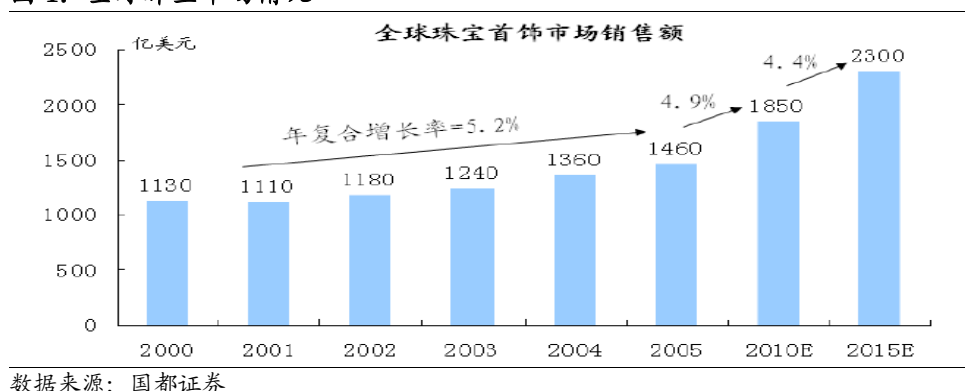


图 2：限额以上金银珠宝销售额及增速

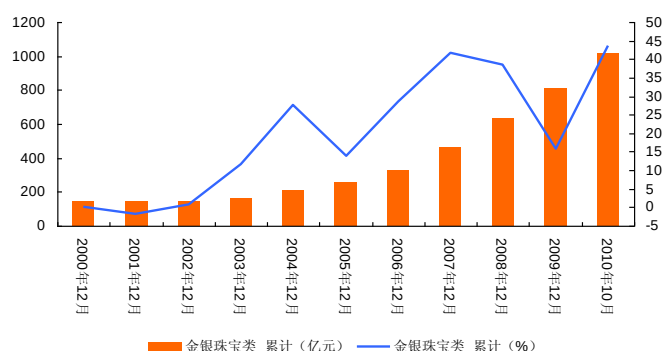
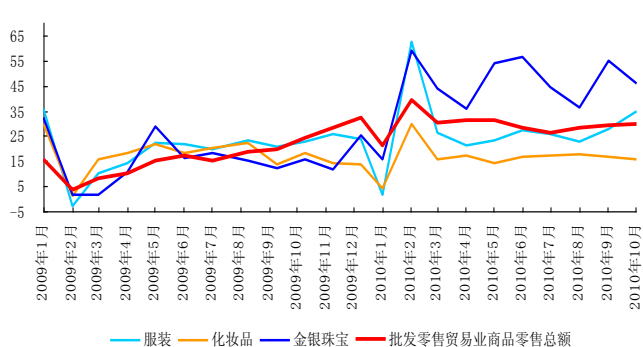


图 3：金银珠宝与其他百货类产品增速对比



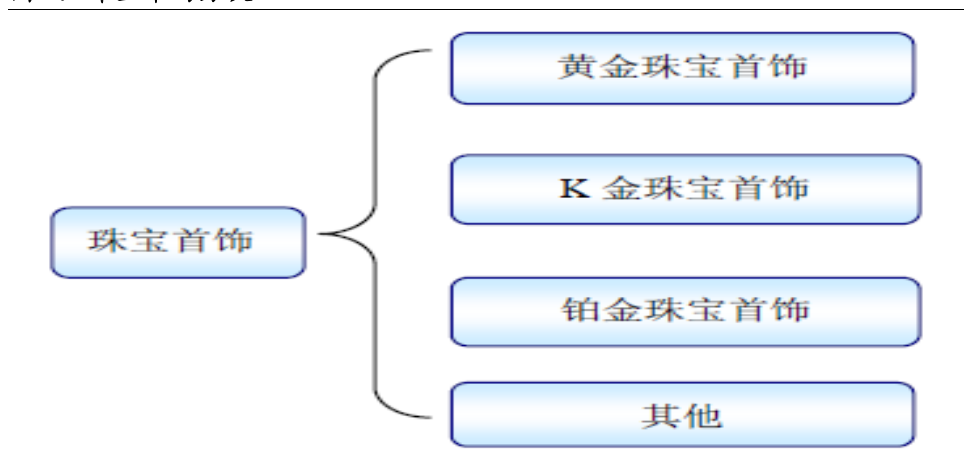
1.2、珠宝市场分类和发展阶段

目前行业较为通用的划分是以贵金属及贵金属加上宝石作为主要分类方法，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。

从我国珠宝首饰行业所处的发展阶段来看，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，“品牌经营+产品设计+连锁销售”一体化的盈利模式的是竞争的核心因素。

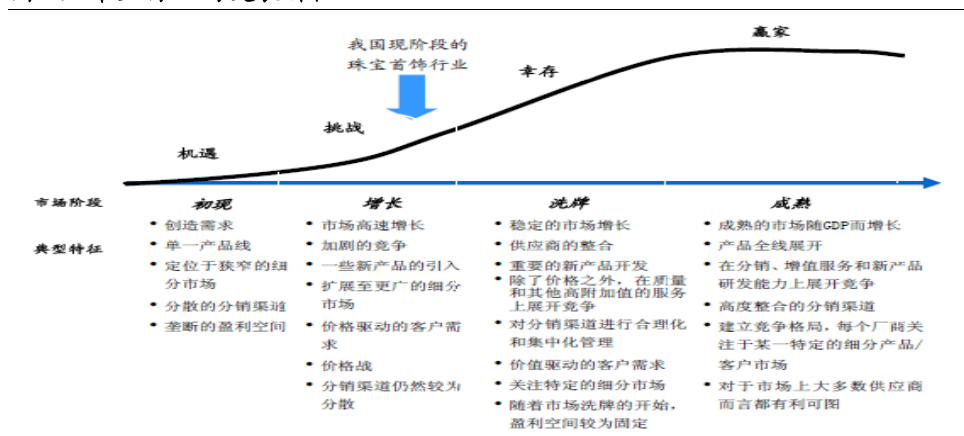
公司所经营的产品涉及K金、铂金和黄金等其他产品，其中，K金是公司的主要收入和利润来源。我们认为差异化的产品经营策略是公司快速成长的重要原因：一方面传统的黄金消费市场发展相对充分，行业内已经存在诸如周大福、老凤祥等传统强者；另一方面，K金作为一种新的产品形态，仍处于市场发展的初级阶段，成长环境相对宽裕。公司在研发、制造和渠道方面已经初步具备了产业链的整合能力，在行业未来竞争能力中将脱颖而出。

图 4：珠宝市场分类



数据来源：国都证券

图 5：珠宝行业的发展阶段



数据来源：国都证券

从行业目前的发展情况来看，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，不过伴随潮宏基加大黄金和其他贵金属业务的拓展，未来与周生生和谢瑞麟也将形成竞争关系。

表 1: 行业竞争对手情况

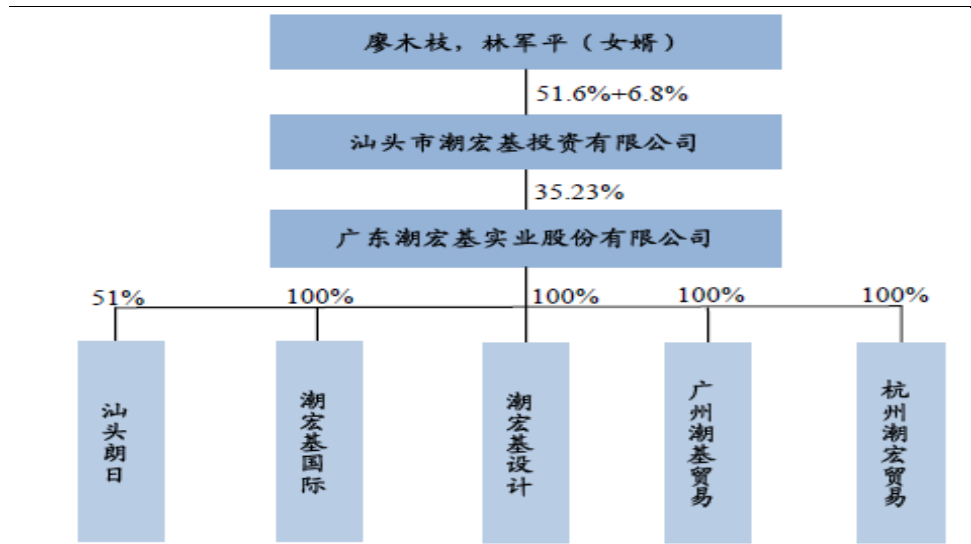
品牌名称	品牌荣誉	网点数量	渠道模式和网络布局特点	主营产品
周大福	中国驰名商标	802 家专营店	零售(自营、联营、代理、合作)	黄金首饰
六福	香港十大名牌珠宝品牌	400 家专营店	零售(自营、联营、代理、合作)	黄金首饰
潮宏基	中国名牌	350 家专营店	零售(自营、联营、代理)、批发	K 金珠宝首饰
老凤祥	中国名牌中国驰名商标	54 家银楼、239 家专营店	零售(自营、联营、代理)、批发	黄金首饰
谢瑞麟	香港十大名牌珠宝品牌	125 家专营店	零售(自营、联营、代理)	铂金珠宝首饰
周生生	香港十大名牌珠宝品牌	120 家专营店	零售(自营、联营、合作)、批发	黄金首饰

资料来源: 国都证券

1.3、潮宏基—立志成为中国最受尊敬的奢侈品运营商

公司实际控制人为廖木枝先生, 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。

图 6: 公司股权结构



数据来源: 国都证券

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。在管理层建设方面, 公司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, 根据公司之前的管理层建设规划, 未来会在适当时机推出股权激励机制以进一步完善对职业经理人的激励。

公司发展的总体战略为: “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”。根据公司的发展战略，未来 3-5 年将进入新一轮发展周期，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”。

2、核心竞争力分析

2.1、销售渠道拓展迅速，注重自营店的发展

从珠宝首饰整体产业链（设计—生产—销售）的各环节增值情况来看，销售终端分享的利润空间最大，销售渠道占据了整个产业链的主体部分。以 2005 年美国珠宝首饰产业链为例，整体产业链的价值在 672 亿美元，其中终端零售市场创造的价值达到 309 亿美金，占整个产业链的 46%，渠道商是产业的领导者。

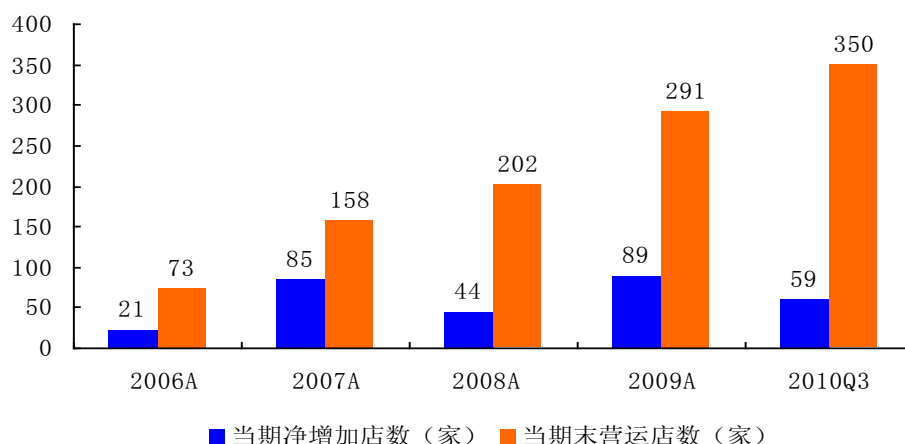
潮宏基已经打通了珠宝首饰的全部产业链，公司对销售渠道的建设也是格外重视，尤其是自营店的建设，从数据来看，截至 2010 年三季度，公司已经形成覆盖全国 27 个省（市、自治区）80 多个主要城市，拥有 350 家品牌专营店的销售网络，包括 240 家自营店和 110 家品牌代理店；公司专营店数量位于同行业前列，其中，自营店规模位于同行业第二位，仅次于香港周大福。

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 60%。根据公司的拓展计划，未来每年新开店数量将保持在 50 家以上；从拓展区域来看，在立足于华东、华南和东北市场的基础上，加强扩大西南、华中等其他区域市场。

在经营模式方面，公司更加注重自营业务的发展（自营业务毛利率在 40%以上，而品牌代理和批发业务的毛利率在 15%—20%），自营业务具备更高的盈利能力。公司在 2010 年已经取消了毛利率仅为 6%的非品牌批发业务，我们认为伴随自营业务的进一步拓展，公司的综合毛利率水平将不断提升。

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。优质的销售渠道，为公司品牌的持续发展奠定了良好的基础，有利于公司围绕品牌定位不断丰富产品线，提高单店营运能力，增强持续盈利能力。

图 7：公司门店数量变动情况



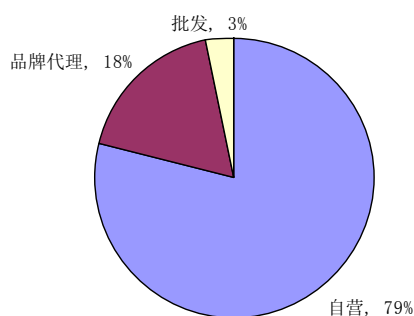
数据来源：国都证券

图 8：经营模式情况

模式		模式简介
自营	直营	在购物广场或商业街购置或租赁场地，设立直营店（包括旗舰店或专卖店），属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 平方米的直营店为旗舰店。
	联营	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（一般为 15 天至 30 天）对账结算并由公司签发发票，百货公司所收取货款在扣除商场应得利润分成后，返款给公司。联营店中营业面积超过 200 平方米称为联营旗舰店。
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。专营店的所有权归代理商，相关人、财、物由代理商支配，但公司根据有关代理条款规定，给予管理支持，而代理商也应按有关代理条款履行相应义务，按公司统一管理模式进行经营。公司在将货品交付代理商时实现销售。
批发		为平滑生产产能，公司在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，生产后销售予客户，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。

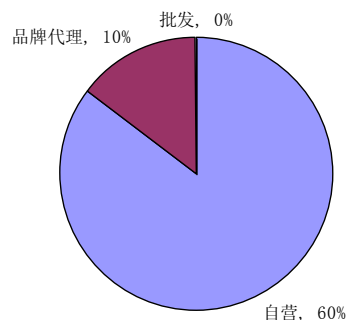
数据来源：国都证券

图 9：2009 年收入结构



资料来源：国都证券

图 10：2010 年收入结构



资料来源：国都证券

表 2：各经销模式的毛利率情况

业务分类	2006	2007	2008	2009	2010H
自营销售	38.82%	44.70%	43.88%	44.32%	39.31%
品牌代理销售	10.04%	14.72%	18.54%	17.34%	16.36%
非品牌批发销售	6.03%	9.24%	7.51%	6.27%	
综合毛利率	20.67%	28.96%	35.46%	38.25%	35.68%

资料来源：国都证券

2.2、设计新颖，引领行业潮流

除了销售终端加强拓展之外，公司对产品的设计也是格外重视，公司始终坚持以质量、工艺取胜的产品差异化战略，在生产各环节贯彻“注重细节、精益求精”的生产理念，追求生产质感非凡的珠宝首饰产品。在引进国际先进生产设备的同时，注重引进

和培养珠宝工艺师。近年来，公司通过鼓励工艺师自主创新、与国内外科研机构合作研发等方式在多个领域取得了工艺突破。

潮宏基自 2000 年起就组建了自有的设计团队，持之以恒以原创设计推动产品差异化，公司年均推出自主设计款式超过 5000 款。经过多年的发展，目前公司的设计部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。

从数据来看，公司 2007—2009 年的研发费用分别为 848 万元、1099 万元和 1862 万元，占营业收入中的比重也不断提升。我们认为研发环节是决定产品品质的关键环节，也是“潮宏基”品牌塑造的核心因素之一。

表 3：研发投入变化情况

年度	2009 年度	2008 年度	2007 年度
研发投入（万元）	1,862	1,099	848
营业收入（万元）	56,856	44,859	34,159
占营业收入比重	3.28%	2.45%	2.48%

资料来源：国都证券

2.3、品牌提升展现企业“软实力”

品牌方面，公司始终致力于专业化品牌经营之路，将品牌内涵与珠宝首饰产品结合，实现品牌附加值最大化。经过多年的培育，公司品牌经营取得了良好效果，对企业价值提升主要体现在两个方面：一是品牌影响力，主要是对新顾客的品牌认知和接受度提高；二是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，为公司持续发展提供了有力保障，这从侧面反映了“潮宏基”品牌已经初步具备了较强的市场知名度。

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。

我们认为品牌建设是关系公司长远发展的核心因素之一，珠宝首饰作为消费升级背景下的受益产品，消费者对品牌的认可度愈发重要，品牌建设成为企业“软实力”的重要标志。

表 4：公司品牌价值排名

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：国都证券

表 5: 公司历年获奖情况

奖项名称	颁发时间/期限	颁发单位
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	2005-2007	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

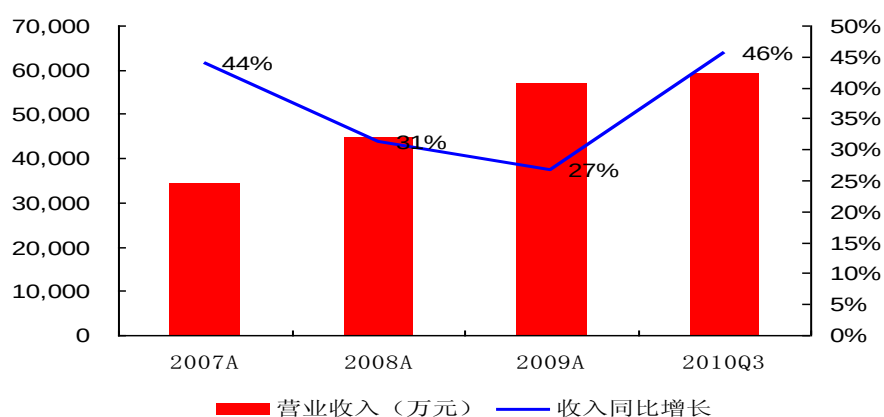
资料来源：国都证券

3、财务指标领先行业

3.1、收入快速增长

公司 2007 年—2010 年三季度的营业收入保持了快速增长，年均复合增长率在 35% 以上，明显快于行业平均水平。我们认为一方面是由于公司收入规模较小带来的基数较低所致；另一方面，近几年 K 金消费市场不断得到市场认可，公司作为 K 金市场的龙头公司而获得了更为广阔的市场空间所致。

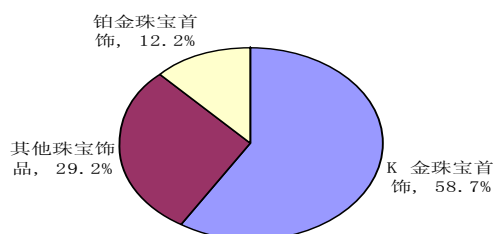
图 11: 营业收入及增速情况



数据来源：国都证券

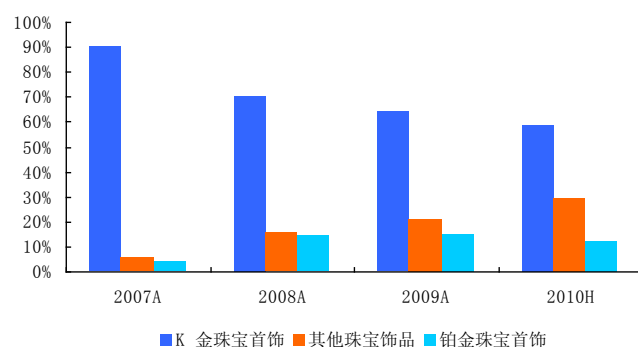
从产品类别来看，K 金是主要的收入来源，占营业收入的比重在 60% 左右；同时，公司近几年在产品结构上开始加大黄金和铂金等产品的占比，逐步摆脱单一依靠 K 金的局面，实现产品品类的多元化。

图 12: 2010H 各类别产品收入占比



资料来源: 国都证券

图 13: 近几年各类别产品收入占比变化



资料来源: 国都证券

3.2、盈利能力高于行业平均水平

从公司的毛利率水平来看, 2009 年达到 38.25%, 在行业内排名第二, 仅次于谢瑞麟。我们认为一方面这是由于公司所经营的 K 金产品相比其他产品具备更高毛利率所致; 另一方面, 公司贯穿珠宝首饰整体产业链的整合能力也是使公司近几年的毛利率呈现出逐步提升的重要原因。

表 6: 同行公司毛利率情况

可比公司	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度
周生生	16.20%	15.81%	17.79%	13.92%
谢瑞麟	53.18%	53.14%	53.13%	50.31%
六福集团	22.10%	21.21%	24.88%	21.77%
潮宏基	38.25%	35.46%	28.96%	20.67%

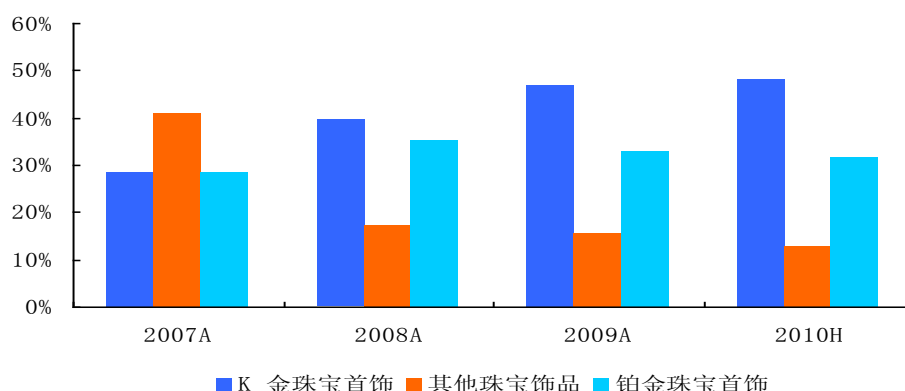
资料来源: 国都证券

表 7: 同行公司产品类别情况

可比公司	产品结构	销售模式	毛利率情况
周生生	黄金珠宝首饰为主	珠宝零售和贵金属批发基本各占一半	较低水平
六福集团	黄金珠宝首饰为主	零售为主	中等水平
谢瑞麟	铂金珠宝首饰为主	零售为主	较高水平
潮宏基	K 金珠宝首饰为主	零售与批发并存, 零售占比逐年上升	介于周生生、六福集团与瑞麟之间

资料来源: 国都证券

图 14: 各产品毛利率变化情况



数据来源: 国都证券

3.3、运营指标良好

公司目前的偿债指标和周转能力在企业成功上市后得到明显改善：2009 年，公司流动比率和速动比率分别为 3.2 倍和 0.6 倍，2010 年三季度上述两相指标分别为 10.5 和 5.3，资产负债率则由 2009 年的 32%下降为 8.8%。

同类公司中，周生生兼有证券业务，不具可比性；与谢瑞麟和六福集团相比，公司的偿债指标明显好于上述两家公司，这主要是受益于公司资金面的改善（2010 年初上市计划募集 3.1 亿元，实际募集 9.4 亿元，超募 6.3 亿元）。而公司的存货周转率和应收账款相对较低主要是受到了加盟店的影响（六福集团全部直营店的经营模式决定了上述两项指标相对较高）。

我们认为受益于资金面的充沛，公司未来将进一步强化渠道拓展（加大自营店的数量占比）和品牌建设，上述运营能力有望进一步提升。

表 8：经营指标对比

	流动比率	速动比率	应收账款周转率	存货周转率
2009A	(倍)	(倍)	(次/年)	(次/年)
周生生	2.99	0.79	20.7	3.6
谢瑞麟	1.8	0.5	12.28	0.93
六福集团	3.48	0.81	109.24	2.47
潮宏基	2.48	0.47	15.98	1.08
2010Q3				
潮宏基	10.5	5.3	20	0.7

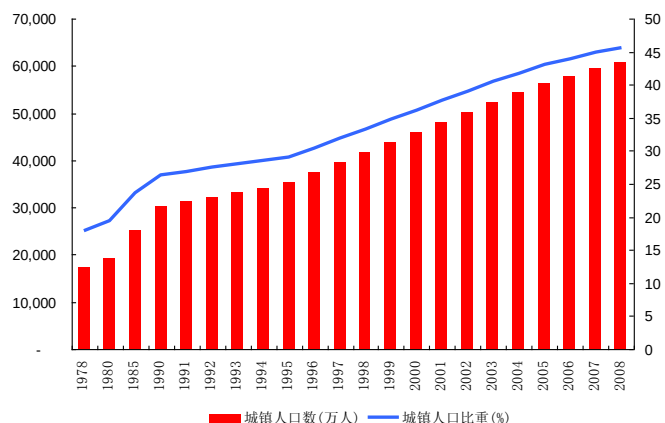
资料来源：国都证券

4、未来关注点

4.1、行业发展前景长期看好

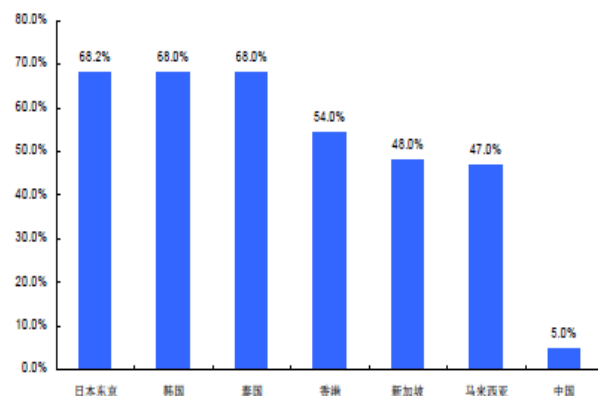
消费升级和城镇化进程以及女性消费力提高等因素都是推动中国黄金珠宝行业迅速发展的中坚力量。总体来看，我们预计未来 5 年行业平均增速在 20%以上，行业总体的发展趋势是行业的总体集中度将由低向高变化，逐步向具有品牌和渠道优势的企业集中，成为几个主流品牌共存的市场格局。

图 15：2010H 各类别产品收入占比



资料来源：国都证券

图 16：近几年各类别产品收入占比变化



资料来源：国都证券

4.2、专注 K 金，享受高利润率

公司实施差异化产品战略，以 K 金为主，一方面避开了竞争激烈的黄金等传统贵金属产品的经营，避免公司陷入行业日益激烈的价格战；同时，公司可以享受 K 金行业的高毛利率（K 金行业毛利率一般在 45% 以上，传统黄金行业毛利率在 15% 左右）；另一方面，K 金行业符合居民的未来消费升级趋势，随着人民生活的富裕和消费观念的改变，珠宝首饰行业内部的消费升级过程表现为产品结构的高档化和个性化，即黄金首饰占比将逐步缩小，而向 K 金、铂金等其他类珠宝首饰产品转移。

根据中宝协统计，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。公司在 K 金珠宝首饰领域处于行业领先地位。中宝协已出具证明，确认公司生产的 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名。

4.3、“品牌+设计+连锁”打造核心竞争力

目前我国 5000 多家珠宝首饰企业中，大部分还处在为品牌企业代工的阶段，只能赚取微薄的加工费。但珠宝首饰行业的发展趋势是优势逐渐向那些既有设计和开发能力、又有自己销售渠道的企业转移。

公司已经成功地转型为一家“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，我们认为三位一体的经营策略是公司不断成长壮大的最核心因素。

4.4、市场渗透空间巨大

中国已经成为世界第三大的珠宝首饰产品消费市场，近几年中国经济的快速发展，为公司的发展创造了良好的市场环境。按中国城市人口分布和人均 GDP 等综合情况测算，结合公司品牌市场定位，现阶段可供公司设立品牌专营店的市场规模为 500 家以上。

截至 2010 年中期，公司在国内超过 80 个主要城市拥有 350 家门店，人均 GDP 在前 50 名的城市中，公司进入了其中的 36 个城市，总体市场渗透率仅为 26%。根据公司的发展规划，未来将重点对现有华东、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，基本覆盖全国 500 万以上人口城市，因此，公司市场拓展在城市渗透率上仍有很大空间。

表 9：市场拓展的城市渗透率

人均 GDP (元)	城市 数量	按城市人口数量划分			可开 店数 量	已开店 数量	市场空 间（数 量）	市场 渗透 率（%）
		200 万	201-500 万	500 万				
10000 以下	36	3	16	17	0	3	-	-
10000-14999	63	11	33	19	71	3	68	2%
15000-19999	50	6	31	13	107	40	77	22%
20000-29999	65	15	34	16	179	59	140	18%
30000-49999	45	12	17	16	237	104	153	27%
50000 以上	54	140	95	14	210	140	90	47%
合计	289	86	155	96	804	350	528	26%

资料来源：国都证券

5、盈利预测与评级

5.1、盈利预测

1、收入假设：按照公司经营策略的调整，未来要将适当提高黄金产品在总收入中的比重，我们假设 2010—2102 年黄金及其他产品的收入增速分别在 90%、40%、和 30%；K 金产品保持年均 35%—40%的增速；铂金产品 2010—2102 年收入的增速均保持在 30%左右；总体测算，公司 2010—2102 年的收入增速在 48%、38%、29%；

2、毛利率假设：预期公司整体毛利率水平呈现稳健上升的态势，2010-2012 年综合毛利率分别为 37.15%、37.8%和 38.2%；其中 K 金珠宝首饰毛利率分别为 48.5%、49.5%和 50.5%，铂金饰品毛利率分别为 32%、33%和 33.5%，黄金及其他珠宝饰品毛利率保持在 15%、15.5%和 16%。

3、税率假设：考虑到公司 2011 年开始将不再享受税收优惠，假设 2010-2012 年的实际所得税率 12%、24%和 25%；

4、费用率假设：假设公司销售费用和管理费用控制得当，费用率呈现逐渐下降趋势，2010-2012 年的期间费用率分别为 19.3%、19.2%和 19.1%。

5、按上述假设，我们测算出 2010-2012 年的每股收益分别是 0.71 元、0.95 元和 1.24 元。

表 10：分产品的收入预测

产品分类	单位：万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
K 金	营业收入	31,457	36,444	51,022	71,430	92,859
	YOY	2%	16%	40%	40%	30%
	营业成本	19,013	19,330	26,531	36,787	47,358
	毛利率	40%	47%	48%	50%	51%
铂金	营业收入	6,474	8,575	10,719	13,398	16,748
	YOY	241%	24%	25%	25%	25%
	营业成本	4,197	5,761	7,289	8,977	11,137
	毛利率	35.17%	32.82%	32.00%	33.00%	33.50%
黄金及其他	营业收入	6,926	11,837	22,490	31,486	40,932
	YOY	391%	24%	90%	40%	30%
	营业成本	5,741	10,020	19,117	26,606	34,383
	毛利率	17.11%	15.35%	15.00%	15.50%	16.00%

资料来源：国都证券

表 11: 公司盈利预测表

单位: 万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	56,856	84,231	116,315	150,540
增长率	26.74%	48.15%	38.09%	29.42%
营业成本	35,110	52,937	71,655	91,486
毛利率	38.25%	37.15%	38.40%	39.23%
营业税金及附加	94	135	186	241
销售费用	9,858	14,740	18,610	24,086
管理费用	1,796	2,695	3,489	4,516
财务费用	395	(1,179)	(931)	(602)
其他经营收益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	9,611	14,903	23,304	30,812
加: 营业外收入	124	332	0	0
减: 营业外支出	1	33	0	0
利润总额	9,735	15,202	23,304	30,812
减: 所得税	925	1,794	5,593	7,703
净利润	8,810	13,408	17,711	23,109
减: 少数股东损益	356	600	700	800
归属于母公司净利润	8,453	12,808	17,011	22,309
每股收益	0.47	0.71	0.95	1.24

资料来源: 国都证券

5.2、投资评级

公司作为 K 金行业的领跑者, 具备了最核心的竞争力 (品牌经营、产品设计、连锁销售)。总体来看, K 金珠宝首饰品仍属于朝阳行业, 行业整体受益于社会消费升级, 考虑到公司的行业龙头地位和积极的扩张战略, 公司未来将获得远高于行业平均水平的增长速度, 我们长期看好公司的前景, 给予“推荐”的投资评级。

6、风险提示

1、行业竞争日趋激烈, 一二线城市都面临强势品牌; 潮宏基相比行业内老凤祥、周生生、周大福、谢瑞麟, 品牌历史较短, 品牌知名度相对较低, 品牌优势有待继续提高。

2、行业发展趋势必将是逐步向拥有设计优势、品牌优势和渠道优势的企业集中, 如果公司不能通过各种方式提高竞争力, 在短期内做强做大, 进一步巩固和扩大竞争优势, 有可能在竞争中处于不利地位。

3、公司的销售渠道发展对百货店的依存度较高; 且短期内大量自建店门店的培育期有可能会低于预期。

4、目前国内传统的消费习惯仍侧重于足金 (纯黄金) 消费, 对 K 金的认知是一个缓慢的过程。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com