



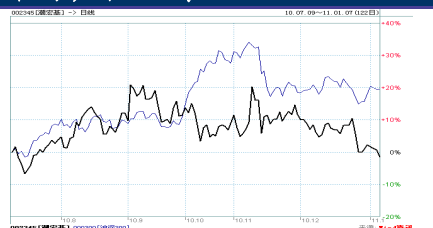
新消费主题研究报告：潮宏基（002345）：

缺乏想象空间的股票不是好股票？

消费行业——K 金珠宝首饰品

维持评级：增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
潮宏基	-9.11	-11.65	1.55
沪深 300	-1.05	7.87	-8.78

市场数据

2011.1.10

当前价格（元）	31.92
52 周价格区间（元）	23.13-41.77
总市值（百万）	5746
流通市值（百万）	1436
总股本（万股）	18000
流通股（万股）	4500
日均成交额（百万）	49.78
近一月换手（%）	61.89

相关报告

2010.9.14 《国海证券 * 公司研究 * 消费行业 * 潮宏基（002345）：从几个财务指标反推公司的四大战略调整原因 * 增持 * 栾雪飞》

2010.10.22 《国海证券 * 公司调研 * 消费行业 * 潮宏基（002345）调研简报 * 增持 * 栾雪飞》

分析师

栾雪飞

执业证书编号：S0350210060002

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☒ 是 ☐ 否

- 股权激励行权条件谨慎，不足以保证目前估值水平，成为市场主要顾虑。小非解禁压力下，多空双方博弈难解难分。两大现实原因之下，令市场对公司业绩增长生出顾虑，认为公司业绩增长缺乏想象空间，估值水平过高；
- 公司是较理想的长期投资标的：行业空间大、行业增长快、行业目前集中度较低；潮宏基的护城河是差异化壁垒与品牌壁垒；天时地利人和的婚庆钻戒消费爆发点即将到来——关键在于，公司能否在钻戒方面明晰战略，获得市场品牌认可；剩余超募资金使用成为公司股价上涨催化剂，关注公司超募资金主业投向；
- 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 61/44/33 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，可享有一定的估值溢价，维持公司“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）	0.47	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

缺乏想象空间的股票不是好股票？

股权激励行权条件谨慎，不足以保证目前估值水平，成为市场主要顾虑——公司拟向 179 位激励对象授予 360 万份股票 325 万份，预留 35 万份)，占总股本的 2%，行权价 37.32 元。行期权（首次授予权条件为较 2009 年基准年，ROE 分别超过 9%/10%/11%，净利润分别超过 50%/90%/150%，该行权条件隐含保证 2011-2013 年净利润增长率 22.47%/23.86%/25.74%，若扣除期权费用，净利润复合增长率不超过 20%；根据我们之前预测的 2011-2012 年 EPS（0.72/0.97），隐含的 2011-2012 年 PE 为 52/38 倍，根据 Wind 预测的 2011-2012 年 EPS（0.89/1.16），隐含的 2011-2012 年 PE 为 42/32 倍，不足 20% 净利润增速的行权条件不足以保证目前估值水平。

小非解禁压力下，多空双方博弈难解难分——2011 年 1 月 28 日，6341 万股占总股本 39.77% 的限售股解禁，小非解禁压力之下，机构短期内回避是明智之举。随着利空因素逐步消化，股价回落合理区间，多空双方将重新进入博弈平衡。

两大现实原因之下，令市场对公司业绩增长生出顾虑，认为公司业绩增长缺乏想象空间，估值水平过高。

公司是较理想的长期投资标的的逻辑看点再探讨

逻辑之一——行业空间大、行业增长率高、行业目前集中度较低

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 亿珠宝市场年销售额计，K 金饰品年销售额为 324 亿元）。

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

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、零售环节。短期看将促使行业竞争和市场细分；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。

逻辑之二——潮宏基的护城河：差异化壁垒与品牌壁垒

差异化壁垒体现在公司的研发设计能力方面——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。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，赢得了客户认可，积累了忠诚的客户关系。从国际行业发展来看，设计和工艺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。

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。

品牌壁垒体现在公司通过铺店做大规模与巧妙营销方面——公司 IPO 募集项目拟建设 100 家自营店，目前已完成 83 家门店建设（1 家旗舰店、2 家专卖店、80 家联营店），截至 2010 年 12 月 31 日，公司共拥有 367 家门店，其中自营店 272 家。公司 IPO 生产加工项目建设基本完工，将于 2011 年一季度完工投产。

公司核心竞争力在于“通过提高品牌影响力把握百货渠道的进驻优势”：管理理念传承和人性化管理。廖木枝之子廖创宾作为潮宏基总经理，担任中国宝玉石协会副会长等职务，带领公司向“国际化品牌”的方向一直在努力，产品、物流、服务、营销、人力、信息化综合能力不断提高。注重“放权”与“创新”，首次在业内提出“东方文化”理念，坚持己路。我们认为，公司核心竞争力在于“通过提高品牌影响力把握百货渠道的进

驻优势”——1999 年推出第一届中国珠宝首饰“潮宏基”杯设计大奖赛；2006 年，“紫气东来”珠宝秀在瑞士巴塞尔惊艳世界。通过一系列国内外大型活动进行品牌宣传。品牌提升使得公司可以快速获得优质百货渠道，有的店中店的扣点率比周大福还要高 2-3 个点。定位比较高，多为中高端百货公司。

公司具有聪明的营销战略：通过为妮可基德曼、范冰冰等娱乐明星量身定制上百万的奢侈珠宝，打造自己的“奢侈珠宝商”地位，有利于公司其他类型产品的品牌建立。

表 1 公司门店数量现状及预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
自营	73	158	202	217	272	332	392
代理	94	55	73	84	95	98	108
总数	167	213	275	307	367	430	500

资料来源 公司公告

表 2 公司门店收入增速（单位：亿元）

	2010E	2011E	2012E
总营业收入	8.5	12	16
总营收增速（%）	45	42	33
综合毛利率（%）	36.5	38	38.5
自营业务收入	6.6	10	14
同比增速（%）	48	51.5	40
自营毛利率（%）	41.5	42	42
品牌代理收入	1.9	2	2
同比增速（%）	58	5	0
品牌代理毛利率（%）	17	17.5	18

资料来源 公司公告

逻辑之三——天时地利人和的婚庆钻戒消费爆发点即将到来，关键看点在于，公司能否在钻戒方面明晰战略，获得市场品牌认可

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%。

逻辑之四——剩余超募资金使用成为公司股价上涨催化剂，关注公司超募资金主业投向

表 3 公司超募资金使用情况，剩余 36614 万元

资金投向	投资金额	业务情况
销售网络（二期）	20057 万元	2011.1-2012.6，在大陆境内建设 70 家联营店，面积 4200 平米。尚须股东大会审议批准。

资料来源 公司公告

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 61/44/33 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，可享有一定的估值溢价，维持公司“增持”的投资评级。

表 4 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

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。