

全周期受益 引领时尚珠宝

——潮宏基（002345）调研快报

2011年7月12日

推荐/维持

潮宏基

调研快报

刘家伟 执业证书编号 S1480510120001
联系人：高坤 gaokun@dxzq.net.cn 010-66554016

事件：

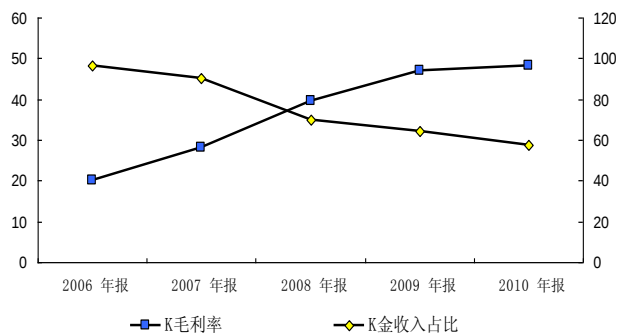
近日，我们和公司进行了沟通，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. K金主导两金相辅形成金价起落背景下攻守兼备的品类组合。

公司的K金收入占比虽然从06年的绝对主力（90%以上占比）过渡到目前的半壁江山，但其黄金品类的全面登场和铂金镶嵌类产品的稳步推进使得公司的全套产品线在金价上升期能够享受相对主流品类的周期性“行业盛宴”消费，而在金价回落期也同时保持了设计核心竞争力主导的K金时尚消费成长性，整体形成攻守兼备的品类组合。而对于未来的品类组合趋势，公司将秉承K金特色（即收入占比维持在50%以上）冲价；两金品类冲量的量价提升态势。

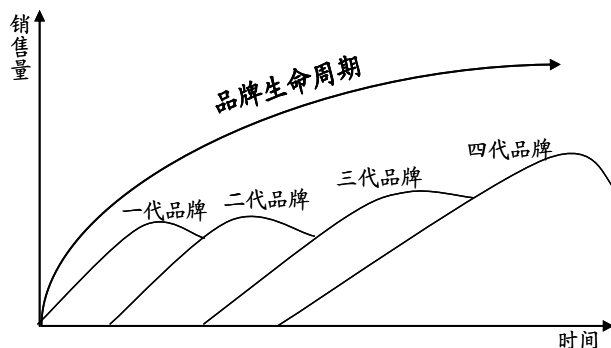
公司目前K金客单价素金的在2000元左右，镶钻则在5000-8000区间范围内，随着服装品类千元级产品比例的不断加大，与之相匹配的准快消品类一时尚珠宝也在消费升级的浪潮下存在极大的成长空间，并有望成为公司定位的“女性第二衣柜”。而以东方韵律主打的潮宏基品牌和以年轻欧化定位主导的VENTI品牌形成了广泛且错落有致的目标消费人群。50人的设计团队以3%的研发杠杆撬动了公司50亿的品牌价值，而在两大品牌高速成长的过程中，公司将适度探索高端定位的多品牌储备，从而形成永不衰落的品牌生命周期。而基于公司90%百货专柜渠道的量化考核，黄金、铂金两个品类主要是通过放量增长而获得较高的扣点谈判能力，而后者镶嵌类比例的提升、供需缺口的增大将对铂金产品毛利率的回归起到一定助推作用。

图 1：K金产品收入份额及毛利率变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：品牌生命周期曲线



资料来源：东兴证券研究所

2. 二三线城市或成为千店计划、多品牌拓展的主渠道。

公司截至目前共 390 家（包括代理）门店，其中直营店 300 家，上半年新开 20 家，今年全年计划新开 80 家，仍以百货联营为主导。上半年同店增速在 30%左右，高于去年平均水平，单店平均销售 600 万元。而

对于品牌推广渠道至关重要的旗舰店和专卖店业态，公司也按照前者自有物业、后者 MALL 租赁的模式稳步推进：旗舰店储备的 4 个项目分别是成都店、济南店（位于省政府边独立双层楼）、无锡两店（分别位于核心商圈中山路和新区长江一号），今年初步计划开济南和无锡各一家旗舰店；而专卖店物业的选址则主要以成熟商圈或是成熟物业、商业企业开发的稳健外延为主。公司的优势区域仍集中在东北和华东地区等二三线城市，从我们近期南通实地调研的情况来看，公司的 K 金品牌在南通核心商圈文峰大世界、八佰伴、金鹰的三家门店的销售均位居前列；而在北京、广州等一线地区，虽然销量可观，但基于相对白热化的市场竞争格局，仍以品牌宣传推广为主要目标。

随着募投新厂房的投入运营，产能并不构成公司五年千店计划的主要制约，而与开店应运而生的铺货资金压力或将随着公司募投资金的逐步消耗而出现相对瓶颈。相对于过去几年 15% 的同店均速和国内外女性人均拥有珠宝量差距所引致的巨大市场空间，在外延规模扩大的同时，利用行业红利和品牌、品类结构提升挖掘单店的内涵增长也是一条不可或缺的增长路径。此外，公司的加盟比例将控制在 25% 之内，从而达到控制品牌管理风险的目的。

表 1：公司不同渠道下沉模式现金流需求计算（年均）

	数量	装修费用（万元）	铺货费用（万元）	总额（万元）
百货专柜	55	55*18	55*200	12045
旗舰店	2	2*127	2*700	1656
专卖店	5	5*50	5*450	2505
直营合计	62	1494	14650	16206
加盟渠道(22%比例)	18 家		共 80 家渠道	

资料来源：东兴证券研究所

3. 股权激励仍成为公司长期价值的重要支撑。

公司于去年 12 月 24 日公布了股权激励计划草案，行权价格为 37.32 元，2011-2013 年加权净资产收益率分别不低于 9%、10%、11%，年均增速 30% 左右。首次授予核心技术人员和核心业务人员股票期权数 287 万份，占股票期权总数的 79.72%，充分体现了对管理人员和设计技术业务人员的重视。重点授予对象与公司核心竞争力的高度契合有望奠定公司产业链一体化经营中利润高点的相对控制权。

预计激励方案将于近期获批，草案中的行权价格比目前股价高出了近 40%，如无特殊因素虽然加大了行权难度，但一定程度上减少了按 Black-Scholes 模型计算所需摊销的管理费用，从而减少对业绩的负面作用，之前草案中首次授予的 325 万份股票期权总价值为 3470 万元，而如果按照现价计算今年所需摊销的费用影响仅为 300-400 万之间，对业绩的影响微乎其微。

另外，公司于今年年初被认定为高新技术企业，认定有效期 3 年。按 15% 税率征收企业所得税，约贡献 EPS 为 0.1 元，但与去年同期相比仍高出 4 个百分点，而其他教育附加费和城市建设相关税费的增加也对今年全年净利润的同比增速带来一定压力，而未来 3 年则保持相对稳定的同比平台。

结论：

公司以设计取胜，按件定价的 K 金主导定位在黄金、铂金、钻石等同质化竞争激烈的市场格局中寻找到适合自身的利基市场，通过产业链纵向一体化形成了渠道和设计两项核心竞争力，有望在未来时尚化、个性化消费的主流趋势下分享细分行业的高速成长并同时完成自身品牌价值质的飞跃。我们维持公司 11-12 年的 EPS

至为 0.77 元、1.11 元的盈利预测，对应的 PE 分别为 34 倍和 24 倍；考虑到公司股权激励对业绩正面效应的逐期释放，给予 6 个月目标价 31 元，对应 PE 为 40 倍，距当前价格仍有 14% 的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、黄金、铂金等原材料价格大幅波动带来相关产品盈利的不确定性。
- 2、渠道纵横外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。