

定位时尚 K 金珠宝首饰，行业仍处消费激发阶段

投资要点：

- 主业定位时尚 K 金珠宝首饰，目前仍处于消费激发阶段。

潮宏基以时尚 K 金定位起家，与众多以足金为主的香港、国内老牌金店实行差异化定位，是目前唯一位于 K 金时尚珠宝首饰的全国性品牌运营商。基于时尚性特征，K 金加价率普遍在 3 以上，毛利率维持在 50% 左右。经过多年积累，除了设计开发和加工技术优势外，潮宏基在服务、配送、终端形象、推货时间等方面形成了系统性的优势，对于时尚性的 K 金首饰适销对路性具有较好把握。截止 2011H1，公司 K 金销售 3.34 亿，占销售额 51.3%。

我们认为 K 金珠宝首饰装饰功能强、保值功能弱，在国内的消费仍处于起步阶段。随着国际著名珠宝品牌登陆国内市场以及西方首饰文化传播，国内消费者购买珠宝的保值功能性需求将逐步让位于装饰功能，K 金消费理念将被逐步激发。

- 针对差异化需求，公司采取多品牌、差异化定位锁定更多目标消费群体。

K 金珠宝首饰作为定位时尚的女性饰品，消费者的趋异性决定了市场相对细分。公司现有 CHJ 和 VENTI 两大品牌，其中，CHJ 品牌为主体，覆盖面较宽，整体风格偏向中国风，为消费者提供多种选择；VENTI 品牌更注重细分市场，更加时尚化，适宜于年轻职业白领消费，2010 年 VENTI 收入规模 8035 万，净利润 1052 万，渠道约 50 家，收入及利润约占 10%。

我们预计未来公司仍有望通过多品牌运作、积极寻找国外奢侈品珠宝代理搭建多层次级的珠宝零售平台。

- 公司经营风格较为稳健，金价下滑 20% 以上才会对存货产生影响，对 K 金销售影响不大。

2011H1 公司存货 9.25 亿，其中 7 亿是直营店开设铺货（黄金约 1000KG，其他是 K 金及珠宝），2 亿是钻石储备；目前黄金和钻石均有较大幅度溢价。即使黄金价格下降，我们判断对 K 金销售影响较小，主要基于 K 金的装饰性而非保值性属性；公司直营为主的销售模式也较加盟模式更少受金价下跌冲击。

- 投资建议。我们判断公司渠道仍处快速扩张期，未来 2-3 年 CHJ 保持 20%-25% 的开店速度，VENTI 增速更快；由于内涵式增长仍是公司经营重点，单店收入仍将保持两位数增速。从税费角度，考虑非诚勿扰 2 广告投放以及 2010 年上市带来管理费用增加，销售费用率有望保持稳定，管理费用率则有望小幅下降。

预计 2011/12/13 年主营收入分别为 13、18.1、24.5 亿元，净利润分别为 1.4、1.88、2.58 亿，摊薄后 EPS 为 0.78、1.05、1.44 元。目前股价对应 PE32.9、24.3、17.8 倍。公司质地好，管理层风格稳健，作为消费升级的下阶段受益品，适宜于长线投资者，给予“推荐”评级。

潮宏基（002345.SZ）**推荐** 首次评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2011.09.26

A 股收盘价（元）	25.52
A 股一年内最高价（元）*	40.91
A 股一年内最低价（元）*	23.40
上证指数	2393
市净率	3.42
总股本（万股）	18000
实际流通 A 股（万股）	11658
限售 A 股（万股）	6342

注：*价格未复权

相关研究

《潮宏基：处于快速发展期的珠宝首饰品牌运营商》

2010.01.27

表 1:潮宏基（002345）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	53	475	409	363	490	营业收入	569	830	1,302	1,814	2,451
应收票据	1	0	1	1	1	营业成本	351	536	856	1,187	1,598
应收账款	23	49	77	108	146	营业税金及附加	1	2	7	9	12
预付款项	3	11	19	19	19	销售费用	99	151	237	331	447
其他应收款	6	6	10	14	19	管理费用	18	33	40	56	76
存货	369	731	938	1,301	1,752	财务费用	4	-11	-5	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	5	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	22	26	78	110	128	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	2	93	57	38	24	汇兑收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	营业利润	96	119	167	226	311
无形资产	10	12	13	13	14	营业外收支净额	1	3	3	3	3
长期待摊费用	25	37	49	51	51	税前利润	97	122	169	229	313
资产总计	515	1,450	1,650	2,018	2,643	减：所得税	9	14	25	34	47
短期借款	50	0	0	142	465	净利润	88	108	144	194	266
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	85	103	140	189	259
应付账款	45	97	153	212	286	少数股东损益	4	5	4	6	8
预收款项	11	9	9	9	9	基本每股收益	0.47	0.57	0.78	1.05	1.44
应付职工薪酬	4	3	3	3	3	稀释每股收益	0.47	0.57	0.78	1.05	1.44
应交税费	4	-30	-30	-30	-30	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	15	24	24	24	24	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	26.7%	46.0%	56.8%	39.4%	35.1%
长期借款	21	0	0	0	0	EBIT 增长率	59.6%	8.5%	49.2%	42.9%	37.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	64.6%	22.2%	35.2%	35.1%	37.0%
负债合计	165	103	159	360	757	盈利性					
股东权益合计	350	1,347	1,491	1,658	1,886	销售毛利率	38.2%	35.4%	34.3%	34.6%	34.8%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	14.9%	12.4%	10.7%	10.4%	10.5%
净利润	88	108	144	194	266	ROE	25.1%	7.8%	9.5%	11.6%	14.0%
折旧与摊销	120	27	24	35	38	ROIC	20.7%	7.2%	9.2%	10.9%	11.5%
经营活动现金流	301	-255	-19	-109	-116	估值倍数					
投资活动现金流	-343	0	-52	-52	-42	PE	54.3	44.4	32.9	24.3	17.8
融资活动现金流	63	899	5	114	285	P/S	4.0	5.5	3.5	2.5	1.9
现金净变动	21	644	-66	-46	127	P/B	6.6	3.4	3.1	2.8	2.4
期初现金余额	32	53	475	409	363	股息收益率	0.8%	0.0%	1.2%	1.6%	2.3%
期末现金余额	53	697	409	363	490	EV/EBITDA	10.6	30.6	22.6	16.5	12.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、朗姿股份(002612.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼	上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn			