



2011.09.08

卷首语

透过“时空量”视角，审视珠宝首饰行业的上市公司

——中小盘成长股投资专题研究（第1期）

	张赟	王稔	中小盘研究团队
	021-38676053	021-38676720	联系方式参见作者简介
	zhangyun007589@gtjas.com	wangzhen@gtjas.com	
编号	S0880511010035	S0880511010043	

摘要：

- 我们试图从成长股投资的角度考察珠宝首饰行业。我们关注小型的消费型企业是否有可能成长为一个拥有强大品牌效应的大公司。我们认为对现有的分析框架有欠缺。
- 我们的分析框架侧重通过比较研究的方法研究公司的战略可行性，即公司有多大的可能达到公司战略上希望达到的目标。我们称这个框架为“时空量”的比较分析框架；
- 结论之一是：对比研究了潮宏基和标杆企业 Pandora。对于潮宏基的定位，能够推动公司规模上一个新的量级的唯一因素就是创造品类的新产品，否则高估值已经透支了公司在当前发展轨迹上的潜力；
- 结论之二是：明牌珠宝正在参与抢夺市场占有率的博弈，但是先天资源禀赋弱于竞争对手，从我们对于美国和欧洲珠宝首饰零售环节的研究来看，公司的外延扩张瓶颈可能会在终端渠道规模翻倍的时候体现出来，因此从市值的角度来看有上涨的空间，但是量级不够大。

如何选择成长股？ 你有你的理念，他有他的价值，我们刚刚开始学习。

七大投资规则：

- 1、股价上涨动力学；2、行业决定一切；3、成长越高越持续股价越好；4、最优成长标准；5、成长具有稀缺性与阶段性；6、新股与老股谁好；7、投机重注。

见《如何选择成长股》（王成）。

九大常规故事：

- 1、产能扩张；2、盈利能力反弹；3、进入新领域；4、区域扩张；5、技术创新；6、制造转零售；7、小公司大集团；8、收购被收购；9、政策推动。

见《如何看卖方报告》（王稔）

我的团队，两年来越来越成熟，

兄弟姐妹将展现各自的投资视角。他们能引发怎样的讨论呢？我想，只有关注，只有争议，只有思考，才能促使我们进步。

1. 为什么现在研究珠宝首饰行业？	2
1.1. 珠宝首饰股票，动量抑或成长投资？	2
1.2. 概念差异，一个被忽视的重要问题	2
2. 时空量：一个基于比较的分析框架	3
2.1. 什么是时空量的比较分析框架？	3
2.2. 建立参照系	5
2.3. 寻找标杆及可比公司	8
3. 时空量分析框架的应用	9
3.1. 时：潮宏基的品牌可否速成？	9
3.1.1. 什么是 Pandora？	9
3.1.2. Pandora 的启发	12
3.2. 量：明牌珠宝的资本淘汰赛	13

1. 为什么现在研究珠宝首饰行业？

1.1. 珠宝首饰股票，动量抑或成长投资？

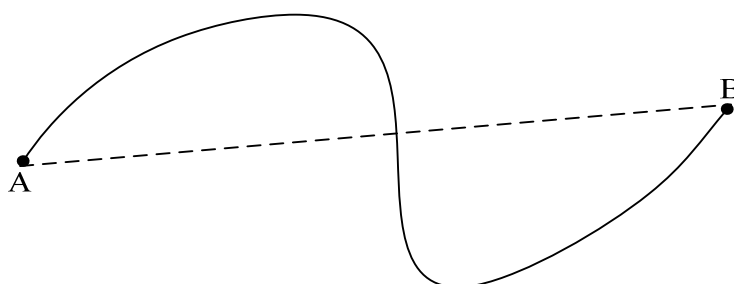
本期的专题主要关注珠宝首饰行业。在金价已经触到 1800 美元以上的时候才开始关注这个行业，似乎不是我们的反应过于迟钝，就是我们打算吹起一个更大的泡泡（比如金价到 3000 美元）。事实是我们对于现在分析这个行业的角度不够满意，价升量涨不断循环的故事本质上其实还是一个强周期股的投资逻辑，即便是加上了巨大潜在市场空间的想像，听上去其实和一个有色金属冶炼的企业没有什么差别（尤其考虑到行业当中大部分公司利润的来源其实都是加工费）。

另一方面做为成长股投资者，我们想知道的是，珠宝首饰行业的上市公司分别在产业链上现在处于一个什么样的位置，未来会怎么变化，能够发展到什么样的程度？产业链上利润最丰厚的位置在哪里，哪些上市公司有可能达到这个位置？需要做什么才能增加成功的可能？需要多长的时间跨度？

对于珠宝首饰的上市公司来说，这两个分析逻辑并不矛盾。前者针对当前这个特殊的历史时期，后者是对规律的总结。我们对于前者分析逻辑的唯一不满是既然做为周期股来投资，一个完整的逻辑肯定是要包括对于拐点或退出时点的判断，但在这点上市场却有意无意地把这些公司做为消费股来对待，这样的逻辑链条显然不够完善。

我们不打算在这篇报告里面涉及对于金价周期的判断，因为这个题目和本文没什么关系。但是我们认为黄金价格的周期对于本文的结论可能有诸如图一的影响。

图一：从成长股分析的角度我们关注的是市值从 A 到 B 的空间（虚线），但由于黄金大周期的影响，实际市值走的可能是实线路径。



1.2. 概念差异，一个被忽视的重要问题

在展开具体的分析之前，通常的做法是我们需要介绍一下需要讨论的这个市场，它的规模有多大，是怎么划分的。不幸的是，正好是在这个问题上凸现了国内市场和发达国家市场的差异。

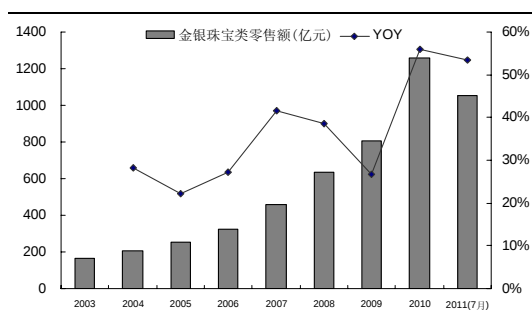
一，在统计口径上，国内偏重的是“珠宝”，因此主要指代以贵金属和宝石类的东西（从词典对于“珠”，“宝”的定义也可以明显看出这一

点),在细分子类的统计上一般也是以黄金,铂金,钻石,玉石等类别进行划分。而在英语里,Jewelry首先是一种饰物(ornament),而且是个人饰物(personal adornment)。因此在统计上施华洛世奇的水晶项链是Jewelry,但不是珠宝首饰,一块大型的玉雕却不算是jewelry。并且Jewelry和钟表经常是放在一起卖的(因为都是饰物),因此统计零售终端的珠宝首饰部门的销售额时经常是包括钟表销售额的。在具体的细分子类统计口径上,有的按照不同类型的饰物(Charms(护身符),手镯,胸针,戒指,项链等),有的按照珠宝首饰的价格范围(如affordable, luxury, high-end等)。

二, 大陆的终端零售价格含税(增值税),而海外市场消费税是单独计算的。

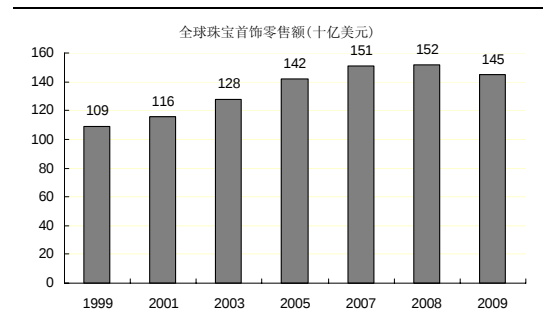
鉴于难以剔除的统计口径因素,国内统计口径的珠宝首饰规模和海外统计的数据并非直接可比,也正因为这种概念上的差异,随着贵金属价格的上涨,全球首饰制造业用金从05年开始持续下降,2009当年大幅减少19.79%,而中国人却是稀有的东西越涨越买,在此期间首饰制造业用金需求持续增加,2009年增速达到7.57%。这种差异已经超越了收入增速差异的解释范畴,是和根植于文化当中的因素有关。

图二: 中国珠宝首饰销售额快速增长...



数据来源: wind

图三: ...而全球珠宝首饰零售额却在萎缩



数据来源: Pandora Prospectus

2. 时空量: 一个基于比较的分析框架

2.1. 什么是时空量的比较分析框架?

我们的比较分析框架包括三个维度:

时: 基于标杆公司的历史成功经验比较;

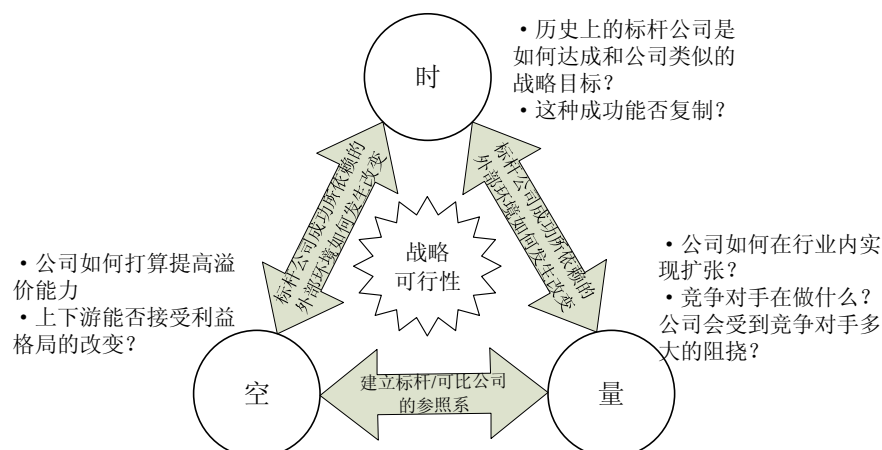
空: 基于产业链上下游利益格局的博弈策略比较

量: 基于行业内主要竞争对手的竞争资源和策略的比较

时空量的分析框架关注的是变化如何会发生, 为什么会发生, 因此是用来分析战略可行性的框架。这个框架看上去似乎和传统的竞争壁垒分析没什么两样, 但实际上对于消费类型的成长企业有本质的差别。对于消费类企业, 缺乏像工业类产品的技术参数, 性价比, 技术水平高低等可

以用来直接比较的客观因素。消费企业的竞争壁垒最后往往都归结到公司有强大的品牌效应上（即公司的产品好是因为消费者认为它好），但品牌效应其实是公司脱颖而出以后的结果。对于两个规模相等并且都在迅速扩张当中的小型企业，讨论品牌效应是没有意义的，因为如果真的有强大的品牌效应，他们在行业当中就不会只是一个“小型”公司了。正是因为尚有更多的消费者不了解或者不认可这些品牌，所以我们思考的正是这些成长企业有多大的可能成为一个拥有强大品牌效应的消费企业。

图四：时空量分析框架示意图



在具体的分析工具的使用上，大多还是传统的产业链价值链分析。限于篇幅我们不做进一步展开。我们所做的只不过是对大量通过产业链价值链分析得到的信息进行进一步的逻辑/常识/历史经验合理性的筛选和重组。我们的理念是企业的成功从来都不是具备了一些充分条件以后就是水到渠成的事情。

我们对于“时”的分析会非常言简意赅，因为我们清醒地意识到“时”的研究非常容易流于三种错误：

- 一是所谓的光环效应，即事后追究成功公司所做过的事情，并将其总结为公司成功的主要原因；
- 二是因为对案例具体历史背景片面的认识，导致错误地认为某些成功的路径是可以简单重复的；
- 三是过于向后看导致失去了在重大历史拐点前对未来的重要战略问题的判断。

在剔除了这些误导性的因素之后，我们从历史案例研究当中能够过滤出的经验往往是稀少且模糊的，但是仅仅这样已经足以大幅改善我们对于公司前景的判断能力。

“空”的分析在本文当中的侧重点在于建立寻找合适的可比公司/标杆公司的框架。尽管当前珠宝首饰上市公司的客户群体都在境内，但是随着中国逐渐成长为除美国之外最大的珠宝首饰的消费国，整条产业链越来越面对海外遇到成长瓶颈的成熟企业的冲击，因此比较的基础一定是基于国际化的视野。由于珠宝首饰的产业链环节比较简单，并且明牌珠宝和潮宏基也没有产业链延伸的计划，因此这方面的分析就略去了。

“量”的分析关注的是变化，重要的并不是当前市场格局的划分，而是市场参与者正在做什么来改变现在的格局。市场份额的总量永远都是100%，因此仅仅关注公司在做什么是不够的，竞争对手很可能做得更好。有的时候“做得比较好”还是“做得非常好”是执行力上的差别，这样就遇到了在“时”的分析中经常会面临的问题，即这种以最终结果为评判标准的因素事先是无法证实或证伪的，遇到这种情况是无法得出任何客观的结论；但是在另一些时候，通过对于行业商业模式的理解，对行业所处生命周期的判断我们可以找出一些可以客观比较的因素能够对战略的执行造成实质性的影响，这是我们的分析努力希望能做到的。

以上对于我们当前分析逻辑的讨论其实决定了我们会采用的估值体系。因为判断的是公司规模能够成长的幅度，所以我们更关注市值的规模，这和用 PE 对公司业务周期性的部分估值是不矛盾的，只是增加了一个观察问题的角度。

2.2. 建立参照系

珠宝首饰的产业链主要包括采掘，加工和分销。表一是我们整理的全球主要市场珠宝首饰的主要上市企业(行业分类: 珠宝零售或其他消费品当中与珠宝相关)。在产业格局上不同国家差异非常大。

美国本土的奢侈品牌只有一家 Tiffany，专业分工程度却相当高，两家上市公司 Signet Jewelers（在美国境内经营的主要是子公司 Sterling Jewelers）和 Zale Corporation 分属国内规模最大的两家专业珠宝连锁零售企业（并且不从事加工生产）。根据 *National Jeweler* 统计的美国 2008 年 32000 多家专业珠宝（包括钟表）零售网点当中，79%是独立的小型企业，21%是连锁零售商，与之对比的是，根据 08 年 *European Jewellers Directory* 的统计，在列入统计范围的 60000 家专业珠宝（包括钟表）零售网点当中，90%是独立的小型企业，9%是连锁企业，1%是精品店（Boutique），我们未能找到中国对应的统计数据。

欧洲上市的主要企业都是成功的奢侈品/消费品牌（其中 PANDORA 是 09 年上市的新贵，后面会更深入地分析这家企业）。其中 Pandora 的定位为 Affordable Jewelry，生产基本完全是由在泰国的生产基地完成，销售渠道依赖经销商，2010 年其 10,618 家零售终端只有不到 100 家品牌店是自有的，与之对比的是，其他两家奢侈品牌专卖店当中自有的比例非常高(Bulgari 的 293 家精品店当中 173 家为直营)。所以 Pandorab 是欧美上市企业当中唯一一家可以作为 A 股公司的标杆。

大陆的企业有两点异于海外市场，其一基本都是从上游制造，代工环节切入，正在向经营品牌转型，其二是国内上市企业的渠道终端大多是百货，采用的都是联营模式，尽管在分类上属于企业自营的渠道，但是扣点的结算方式人为拉低了毛利率，所以大陆珠宝首饰的毛利率显得特别低，这部分应归咎于会计处理方式的差异。

表一：全球主要市场珠宝首饰相关上市企业。

代码	公司名称	总市值	主营业务	备注	营业收入	净利润	10毛利率
0417.HK	谢瑞麟	13	制造，零售珠宝首饰	中端珠宝品牌	25	1.76	51.34%
0475.HK	亿钻珠宝	3	制造，零售珠宝首饰	有自有品牌业务，但主要为国际高端品牌代工(批发业务)	6	0.08	23.50%
0860.HK	明丰珠宝	28	制造，零售，批发珠宝首饰及钻石	有自有品牌业务，拥有DAMIANI, Gucci 钟表的代理权，并且在自有网点和亨得利合作分销其代理的 Bulgari 钟表	7	0.89	28.99%
0887.HK	英皇钟表珠宝	112	珠宝零售	连锁珠宝零售	40	1.26	25.58%
0116.HK	周生生	176	制造，零售珠宝首饰，贵金属批发	中端珠宝品牌，上市为集团公司，珠宝只是其中一部分业务	117	7.57	19.67%
0590.HK	六福集团	214	自有品牌珠宝零售	主要零售自有品牌珠宝，生产以外包代工为主	80	8.66	23.69%
002574.SZ	明牌珠宝	67	制造，零售，批发珠宝首饰	铂金钻石首饰为主	40	2.17	12.46%
002345.SZ	潮宏基	52	制造，零售珠宝首饰	K 金首饰，溢价率高，批发业务占比非常低	8	1.03	35.44%
600612.SH	老凤祥	87	制造，零售，批发珠宝首饰	黄金首饰为主	143	2.92	10%
NILE.O	Blue Nile	5	钻石及珠宝网上销售	珠宝网上销售	3	0.14	21.62%
SIG.N	Signet Jewelers	31	珠宝零售 (Sterling Jewelers 母公司)	连锁珠宝零售	34	2	36.17%
TIF.N	Tiffany	80	制造，销售珠宝首饰	美国奢侈品牌	30	3.68	59.06%
ZLC.N	Zale Corp.	1	珠宝零售	连锁珠宝零售	16	-0.94	50.37%
CFR VX	瑞士历峰集	315	制造，销售珠宝首饰	法国奢侈品牌	73	8.47	61.65%
UHR VX	SWATCH	225		消费品牌	58	10.33	
BUL IM	宝格丽	59	制造，销售珠宝首饰	西班牙奢侈品牌	14	0.50	62.04%
PNDORA DC	PANDORA A/S	37	制造，零售，批发珠宝首饰	消费品牌	11	3.29	70.88%
DMN IM	DAMIANI	1	制造，销售珠宝首饰	意大利奢侈品牌	2	(0.26)	

数据来源：Bloomberg，其中市值的单位为亿，香港，大陆及美国都为当地货币，欧洲上市公司为美元，

贵金属价格的持续上涨以及消费能力下降使得定位中低端的零售企业受冲击极大

表二：美国 2010 年专业珠宝连锁零售企业前十强。

名称	销售额（亿美元）		销售终端数量	
	2010	2009	2010	2007
ZALE CORP	16.16	17.8	1,871	2,350
STERLING JEWELERS	27.44	25.4	1,317	1,307
FRED MEYER			361	411
HELVZBERG DIAMONDS			234	274
ULTRA STORES			160	155
SAMUELS JEWELERS			111	95
TIFFANY & CO.	14.18	12.7	84	
ROGERS ENTERPRISES			81	
DON ROBERTO			70	
BEN BRIDGE			69	

数据来源：National Jewelers

表三：美国 2010 年规模以上珠宝零售终端前十名(包括钟表销售额)。

名称	销售额(亿美元)		珠宝钟表部门数量
	2010	2007	2010
WALMART	28	28	4,224
STERLING JEWELERS	27.44	26.5	1317
ZALE CORP.	16.16	24.4	1,870
TIFFANY & CO.	15.75	13.2	84
MACY'S INC.	15		850
QVC	10.15	15	
SEARS HOLDINGS	8.6	11	
JCPENNEY CO.	7.1	13	1,106
COSTCO	5	4.5	424
TARGET STORES	4.65	4.5	1,750

数据来源：National Jewelers

表四：2010 年上市珠宝企业零售终端数量对比

公司名称	自营	批发	备注
谢瑞麟	160		
周生生	146		仅为大陆的零售终端数量
六福集团	36	485	仅为大陆的零售终端数量
明牌珠宝	296	638	剔除北京莱百
潮宏基	>250	>77	
老凤祥	69	1011	
Signet Jewelers Limited	1317		
Tiffany & Co.	233		
Zale Corporation	1871		
历峰集团(Cartier 母公司)	220		
宝格丽(BULGARI SPA)	173	120	
PANDORA A/S	92	10526	

数据来源：上市公司年报 注：自营指由公司直接经营管理的终端，包括和百货公司的联营；批发包括加盟/合资/经销。

除了 Zale 和 Sterling Jewelers 以外，主要的渠道同样是商超和百货，但是差别在于美国这些渠道是买断销售，因此就不算是珠宝首饰公司的自营渠道。剔除过去三年贵金属价格的涨幅，欧美珠宝零售企业的经营可谓惨淡，这和中国的火爆销售形成鲜明对比

2.3. 寻找标杆及可比公司

结合表一和表三可以明显观察到毛利率和净利润率的四个层次：奢侈品牌>有议价能力的品牌>自营>批发。在销售环节上的自营还包括同商场的联营（以扣点的方式支付租金，定期商场同公司结算），批发指通过第三方经销商销售，部分公司把加盟商也归入这个统计口径，我们在分析当中也采用这种更宽泛的口径。

在这个参照系当中我们剔除珠宝奢侈品牌，因为我们认为这些是不可重复，不存在可比性的。我们理解的奢侈品要符合三个条件：单价昂贵，价值相对组成成本有非常大的溢价，消费者购买时是明确出于对品牌的追求。我们认为珠宝类的奢侈品牌是不可复制的，基于两点理由：

- 一，所谓奢侈品一定是有稀缺性的，肯定不是上千家分店密集布点，到处都能买到的(参照表四零售终端数量对比)；
- 二，我们研究了欧美珠宝类奢侈品牌的历史，大多都是要能和贵族/皇家定制扯上关系的，这样的品牌才显得尊贵。即便是像 Tiffany 诞生于美国这个没有贵族阶级，但是却有强烈的贵族情结（大抵美国人发迹了以后也都喜欢修家谱，追溯祖先在移民以前的贵族血统）的地方，研究者也把 Tiffany 的声誉崛起归功于 1848 年法国二月革命时 Tiffany 的合伙人之一大量收购了逊位的法王王后的珠宝，这起事件让 Tiffany 受到了国内媒体的高度关注，Charles Tiffany 本人一度被冠以“King of Diamonds”的称号。

因此在把珠宝奢侈品牌剔除出了参照系以后，我们可以按照品牌的定位以及选择的渠道扩张方式把剩下的上市公司分类。

图五：定位-扩张方式矩阵

品牌定位 中高端 大众消费	谢瑞麟 周生生 周大福	六福珠宝 明牌珠宝 老凤祥
	潮宏基	Pandora S/A
	渠道自营为主	渠道经销加盟为主

在定位-扩张矩阵当中，公司实际上只能横向移动，因为对于消费者来说，在头脑的认知上品牌和某种标志性的产品实际上是一一对应的，这种映射经常是遵循先到先占的原则，并且一旦确立了以后就很难动摇（这实际上就是定位理论的核心思想）。从常识上也很容易理解，比如做为一个上海人，对我来说老凤祥代表的就是平价（只收加工费）兼有保值功能的纯金饰品，非常适合长辈馈赠小孩。我很难把它和钻石联系起来（所以买钻戒的时候我压根就没有想到过它）。在这样的情况下品牌的知名度越高反而越是妨碍品牌转换定位（这就是为什么要采用多品牌战略，但这样的话原有的品牌对新品牌的推广基本是没有助力的，因为营销，

渠道都会不同，公司等于白手起家。这就回答了我们遇到一些投资者质疑如果老凤祥和潮宏基进行竞争会怎么样的问题)。

通过这个定位-扩张矩阵，我们可以筛选出 Pandora 公司（下文详细介绍）作为潮宏基的标杆公司。筛选出周大福，六福珠宝，老凤祥作为明牌珠宝的可比公司。

3. 时空量分析框架的应用

3.1. 时：潮宏基的品牌可否速成？

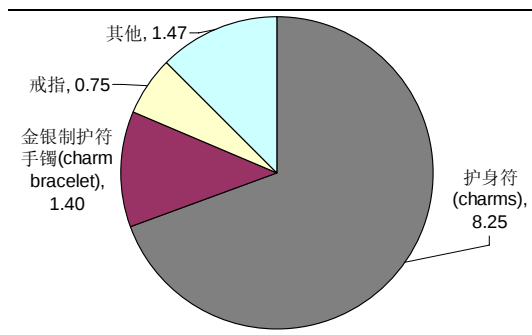
3.1.1. 什么是 Pandora？

在分析位于图四矩阵下半部分的潮宏基的成长空间之前，我们首先需要分析一下它的标杆企业 Pandora。Pandora 主要设计生产护符手镯(charm bracelet，即以小饰物，护身符，珠子等串起来的手镯)，护身符(charms)，耳环等首饰。首饰的原料从贵金属，K 金，一直到玻璃等材质。和潮宏基一样这是一家非常年轻的企业。

表五：Pandora 公司历史

1982	成立于丹麦，一开始的主要业务是从泰国进口珠宝首饰在丹麦境内批发零售
1987	因为批发业务兴旺，索性变卖了零售终端，专心从事进口批发。
1990s 初	在泰国投资了加工厂，自行设计并生产首饰，至今泰国仍然是公司唯一生产基地
1999	推出赖以成名的护符手镯(Charm Bracelet)
2000	开始持续海外扩张
2010	销售收入达到了 66.66 亿丹麦克朗(相当于 11.87 亿美元), 当年 10 月 IPO 上市

图六：Pandora2010 年收入结构(亿美元)



数据来源：公司招股说明书，年报

图七：Pandora 手镯



数据来源：Pandora Prospectus

表六：Pandora 主要经营数据(百万丹麦克朗)。

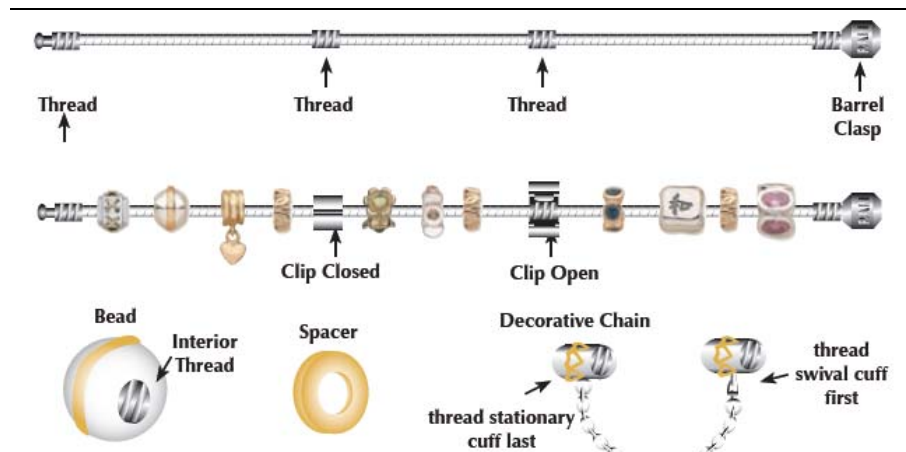
	2011H1	2010	2010H1	2009	2008
收入	3,137	6,666	2,581	3,461	1,658
营业利润(EBIT)	1,077	2,416	892	1,424	633
净利润	1,141	1,871	671	1,005	306
主营收入增速	21.54%	92.60%		108.75%	
净利润增速	70.04%	86.17%		228.43%	

数据来源：上市公司招股说明书，年报

尽管业绩数字看上去非常靓丽，但是今年中报 Pandora 已经将全年的收入指导增速从 30% 左右调低至 0，CEO 引咎辞职。公司在过去一年中频繁上调价格已经导致美国等核心市场收入下滑，公司是靠外延扩张进入新的市场获得增长。Pandora 上市以来股价从最高点已下跌接近 70%。我们怀疑 Pandora 为了上市对经销商大量压货，并大幅提价以弥补经销商的损失。

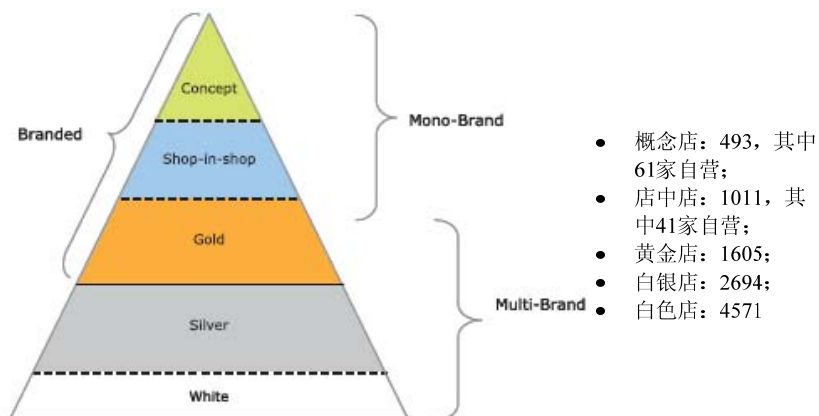
Pandora 的护符手镯是一种专利保护的可拆卸式结构，消费者可以根据自己的心情和喜好随意更换手镯上的护身符（这样公司的护身符串珠就成为了回头客会重复购买的消费品了）。手镯和护符串珠接触面上的螺纹刻槽使得护符串珠可以随着手腕的移动微微旋转，但是在手镯上的位置却又相对固定不会随便移动，手镯两端的搭扣接头既防止连接处容易断裂，同时也使拆卸变得非常方便。从公司的收入结构可以看出，10 年收入中的 80% 以上来自于护身符及手镯。

图八：Pandora 创新性的产品贡献了收入的主要来源。



Pandora 的渠道结构扁平，10 年的收入当中 90% 来自于直销渠道。这其中只有一小部分是公司自有的销售终端，但是公司对渠道有非常强的掌控能力。Pandora 把终端分成五级，其中前三级还起到展示公司品牌形象的作用。概念店和店中店相当于国内口径的加盟店，只销售 Pandora 品牌的产品(Mono-Brand)，差别仅在于展示产品线的数量和店面选址的等级。黄金级店面主要是加盟店，但也包括一些以销售 Pandora 品牌产品为主的经销商。公司对每个级别的渠道都制订了细致的管理和维护培训制度。完善的渠道管理对于公司能够以一致的形象出现在全世界的消费者面前功不可没。

图九：Pandora 销售终端的五级分类及截止 2011H1 的销售终端数量



数据来源：公司招股说明书，年报

表七：Pandora 终端销售能力对比

	概念店	店中店	黄金店	白银店	白色店
单店销售收入(千丹麦克朗)	6,268	1,995	982	462	198
对总收入的贡献	29.60%	20.90%	22.30%	15.70%	11.60%
店面数量占比	3.96%	9.02%	14.34%	23.15%	49.52%

数据来源：上市公司招股说明书，年报

表八：Pandora 不同级别终端的部分差异

项目	概念店	店中店	黄金店	白银店	白色店
Pandora 专享店面空间	40 平米	8 平米	4 平米	N/A	N/A
展示产品线	所有	4-5 条	4 条	3 条	1-3 条
店面环境	Pandora 概念	Pandora 概念	Pandora 概念	公司审批	公司审批
员工及产品培训	强制高级培训	强制高级培训	强制基本培训	推荐基本培训	推荐基本培训
客户经理销售拜访次数	4	4	4	2	2
产品陈列上门协助次数	12	4	2	1	0
参与终端满意度调研	每年两次	每年两次	每年两次	每年一次	每年一次
终端销售数据报告	强制	强制	建议报告	建议报告	建议报告
加盟投资-备货(欧元)	175000	25000	17000	8000	5000
加盟投资-装饰(欧元)	75000	17000	9000	5000	1500

注：高级培训包括产品线，销售技巧以及及时更新 Pandora 公司的销售指导信息；基本培训包括基本公司产品，以及通过 Pandora 公司的客户经理获得销售指导信息

Pandora 的品牌价值在定价中充分得以体现，尽管只是一种可选消费品，但是公司却拥有堪比奢侈品牌的毛利率（参见表一数据，当然随着贵金属价格的持续上涨，Pandora 开始面对在维持高毛利和追求销量之间的取舍。奢侈品的消费者群体对价格上涨非常不敏感，但是消费品的客户却越来越感到压力。Pandora 在核心市场之一美国的平均销售价格在过去一年里提高了将近 40%，以至于美国市场 2 季度的销售量大幅下挫）。公司的手镯材质从售价 25 英镑的粉红色真皮覆盖到 1100 英镑的足金，护符串珠的价格包括从 20 英镑的银制小动物一直到售价 720 英镑的 14K 金皇冠。显然这是一条和奢侈品牌完全不同的发展路径。

3.1.2. Pandora 的启发

我们从 Pandora 的案例中得出最重要的结论是：一个已经可以称为优秀的消费品企业是否能够进一步突破成长和品牌认知度瓶颈的核心因素是推出能够创造品类的产品。而能够做到这一点的企业往往可以在新开发出的这个市场里快速做到赢者通吃(实际上这是因为公司在和时间赛跑，时间取决于信息传播到潜在的竞争对手，并被消化吸收复制的过程。这客观上迫使企业采取非常激进的扩张和营销策略，导致公司再次经历一段高增长的时期)。随便列举几个过去二十年里崛起的消费品牌，无论是像传统服装行业的优衣库，Crocs，食品饮料类的王老吉，亦或是消费电子类的黑莓及苹果，无不遵循这个规律。

小盘股成长投资的实质就是在合适的价格上踏准中小公司在所处生命周期位置上突破主要发展瓶颈阶段，收入和利润规模上一个新的量级的过程。品类开创型的产品往往只能事后追认，而无法事前判断，所以我们做为成长股投资者一半的时间是在研究如何根据时空量的分析框架，利用现有的信息预判公司可能成功的概率大小，另一半的时间只是在纯yy，什么样的事件有可能会发生，并且会改变我们对于成功率的预判。

把上文提到的思考过程运用到潮宏基上，结论就很清晰。有很多资料可以证实潮宏基已经是一个优秀的企业，但是考虑到公司对目标市场的渗透率，尤其是消费能力最强的城市的渗透率已经超过了 50%，销售终端数量在未来三四年内最多翻倍，而公司动态 50x 以上的估值远远高于其他珠宝首饰股票。考虑到未来外延扩张放缓之后估值回落，当前的估值水平已经很难再提高。珠宝首饰的消费倾向仍然是和保值挂钩，尽管公司在招股说明书上指出 08 年的销售收入中有 16% 来自于老顾客，但是我们仍然认为考虑到消费能力限制，K 金饰品的相对高价会让需要饰品的大众消费者难以接受，而传统足金饰品的消费者也不会感兴趣，因此潮宏基单店销售增速应该会低于行业平均水平。这样来看潮宏基的市值在公司当前的定位下已经得到了充分反映。

表九：潮宏基可供设立品牌专营店的市场渗透率，其中在最重要的人均 GDP 超过 50000 的市场上的渗透率已经超过了 50%

人均 GDP (元)	城市数量	按城市人口数量划分			可开店数	已开店数	市场空间	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	4%
15000-19999	50	6	31	13	107	30	77	28%
20000-29999	65	15	34	16	179	39	140	22%
30000-49999	45	12	17	16	237	84	153	35%
50000 以上	54	140	95	14	210	120	90	57%
合计	289	86	155	96	804	279	528	35%

数据来源：公司招股说明书

有什么因素可能会导致潮宏基突破当前的成长瓶颈？我们 yy 最有可能的答案是海外市场。两点理由：一，K 金首饰做为消费品在国内市场的接受度远不及海外市场；二，公司的整体设计风格是东方风韵，这种风

格更适合在西方市场讲故事。虽然公司很早就已经设立了海外分支机构，但是一直没有开展业务，我们认为公司在两三年的时间里的工作重心仍然会是开拓国内市场，并且公司仍然需要解决用什么样的杀手级产品打开海外市场的问题，所以我们对潮宏基当前的投资价值比较谨慎。

3.2. 量：明牌珠宝的资本淘汰赛

在定位-扩张方式矩阵右上角的三家企业的整体策略都是继续往右边移动，左上角的周大福也有很强的意愿追随之而动，所以这四家公司可以看做是当前抢占大陆珠宝首饰市场份额最激进的第一梯队成员。中国做为一个新兴市场，分销渠道扩张空间的极限在哪里？从现有的发达国家中找不到直接可比的商业模式案例。我们可以借鉴覆盖范围更大的连锁零售渠道的情况做为参考。连锁珠宝零售企业可以等同看做是一个全部是自营终端的品牌企业，因此限制连锁零售渠道规模的主要因素还是经营资本，采用经销商模式（比如可以放开加盟的连锁珠宝零售）相当于把提供资本的责任转移到了经销商身上，而对于终端来说一旦成本结构确定了，单店盈亏平衡所需要的销售量和谁提供了经营资本关系并不大。所以理论上来说企业采用经销商模式能够支撑的终端数量是多于自营模式的（当然这也是需要付出管理能力代价的），但一个区域里能够容纳的零售终端数量是一定的。

中国的城镇人口大约 7 亿左右，西欧的总人口大约 4 亿，美国 3 亿。参照前文连锁零售渠道的统计数字，美国最大的两家连锁珠宝零售企业的终端规模均在 1000 家以上，虽然欧洲缺乏相关数据，但是我们可以大致推测其大型连锁终端的规模能达到美国前五名的 300-400 家左右，鉴于欧洲企业外延扩张的积极性远低于美国和中国企业，我们认为这个数字是低于实际扩张潜力的。所以参照美国的格局，国内市场在饱和时，采用直营模式最大的一二家企业应该能够扩张到 2000-2500 家，如果采用的是经销模式，我们主观上觉得数量可以再翻倍（即 4000-5000 家店）。问题是在这四家在战略矩阵里面面向右移动的企业当中哪两家企业能够胜出？用剔除法的话，我们觉得无论从品牌知名度和资源优势上，明牌珠宝可能是最没有胜算的，这样的话如果以行业第三第四名 2000 家终端的规模来看，公司的终端增量也只有翻倍的空间了。考虑到当市场饱和时单店销售增速会显著放缓，打压估值，因此从市值的角度来考虑，明牌珠宝在市场饱和以后的市值规模最多也就百元左右。

老凤祥有国有股东做背景，周生生和六福集团有强大的盈利能力做后盾，并且六福和老凤祥的现金储备也更为充分，明牌珠宝在拼资源的竞争当中已经落了下风

表十：参与竞争者拥有的资源比较，

代码	公司	现金(亿港元/人民币)	净利润(亿港元/人民币)
0116.HK	周生生	2.73	7.57
0590.HK	六福集团	9.66	8.66
002574.SZ	明牌珠宝	2.24	2.17
600612.SH	老凤祥	9.03	2.92

数据来源：上市公司年报

以上讨论只是一个非常简单的从起点到终点的空间判断，完全没有考虑实现路径的问题。

经销商有多大的利润空间？是否愿意加入公司的销售网络？我们估算

的结果显示经销商销售周转的毛利率情况一般，考虑到人工成本和其他的经营费用，小规模经销商盈利有一定难度，但在这个计算里体现不出来的存货价值持续上涨对经销商的盈利应该有很大贡献。也就是说，当前经销商的加盟积极性也是顺周期的。

假定终端销售价格为 1，商场扣点率 15 个点，批发业务毛利率取 10%，专柜毛利率 20%。假定经销商和公司都是租用商场专柜经营（对公司来说就是联营）。

表十一：明牌珠宝经销商利润空间估算。

终端售价	(a)	1.00
终端售价（不含税）	$(b)=(a)/(1+\text{增值税率})*(\text{增值税率}+\text{营业税率})$	0.81
联营结算价（含税）	$(c)=(a)*(1-\text{商场扣点率})$	0.90
联营结算价（不含税）	$(d)=(c)-[(a)-(b)]$	0.71
批发（含税）	$(e)=(f)*(1+\text{增值税率})$	0.74
批发（不含税）	$(f)=(g)/(1-\text{批发业务毛利率})$	0.63
成本（不含税）	$(g)=(d)*(1-\text{专柜毛利率})$	0.57
经销商毛利率	$(h)=[(d)-(f)]/(d)$	11.11%

数据来源：上市公司年报，招股说明书

此外对于珠宝首饰这个正处在量升价涨的行业来说，快速扩张经销商渠道相当于放大了牛鞭效应的影响，即下游小幅的需求波动通过层层经销商链条的放大和囤货，传递到生产商那里变成了需求的爆发，如果没有经验的生产商在周期顶点上响应了这个需求，导致的可能是整个链条的溃败。这就是我们强调需要完善对于珠宝首饰企业动量投资退出时点判断的原因。

作者简介:

中小盘研究团队于 2011 年由原专项研究团队（2009 年）改制组建，这是一只由热衷于企业价值的深入挖掘的原行业研究员、原策略研究员、具有多年实业工作经验的技术人员等构成的十余人的研究队伍。当前的主要研究工作包括：深圳交易所上市的中小板、创业板的企业研究。负责人：王稊。

王稊:

执业资格证书编号: S0880511010043

电话: 021-38676720

邮箱: wangzhen@gtjas.com

王稊: 男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券, 曾从事家用电器、电力设备、计算机软件、新能源行业、策略、专项研究等。

张贇: (消费)

执业资格证书编号: S0880511010035

电话: 021-38676053

邮箱: zhangyun007589@gtjas.com

金润: (新能源、电子化学品)

执业资格证书编号: S0880511010051

电话: 021-38676277

邮箱: jinrun@gtjas.com

张堃: (化工、材料)

执业资格证书编号: S0880511010050

电话: 021-38676641

邮箱: zhangkun@gtjas.com

张贇: (消费)

执业资格证书编号: S0880511010035

电话: 021-38676053

邮箱: zhangyun007589@gtjas.com

林博: (工业) (贡献作者)

执业资格证书编号: S0880110120077

电话: 021-38674710

邮箱: linbo008456@gtjas.com

陈宗超: (科技) (贡献作者)

执业资格证书编号: S0880111060137

电话: 021-38676911

邮箱: chen宗chao@gtjas.com

陈辉: (综合) (贡献作者)

执业资格证书编号: S0880110050077

电话: 021-38674637

邮箱: chenhui008095@gtja.com

任静 (化纤、农药)

执业资格证书编号: S0880511010014

电话: 010-59312820

邮箱: renjing@gtjas.com

孙金钜: (科技) (新股负责人) (贡献作者)

执业资格证书编号: S0880110090087

电话: 021-38674757

邮箱: sunjinju008191@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		