

潮宏基 (002345.SZ)

三季度收入及利润增长均超 20%，加速推进门店扩张

增持

核心观点

业绩表现较好，单三季度收入利润增长均超 20%。公司 2023 年前三季度实现营业收入 44.99 亿元，同比+33.07%，归母净利润 3.13 亿元，同比+33.28%，扣非净利润 3.08 亿元，同比+34.62%。单三季度看，公司营收同比+23.72%至 14.93 亿元，归母净利润同比+23.4%至 1.04 亿元，扣非净利润同比+24.48%至 1.03 亿元。公司整体三季度业绩在行业高基数下继续表现优异，主要受益公司产品系列升级以及加速开店扩张，前三季度加盟店净开 203 家；同时女包业务实现较为稳健的复苏，单三季度收入实现 20%+的增长。

毛利率环比提升，销售费用率优化。公司三季度实现毛利率 26.45%，同比-2.17pc，与低毛利黄金产品占比较去年提升有关，不过环比较 Q2 实现 0.72pct 的提升，主要受益 IP 系列及一口价等相对高毛利黄金产品销售占比增长。费用率方面，第三季度销售费用率 12.55%，同比-3.08pct，整体费用控制良好。第三季度管理费用率同比+0.5pct 至 2.4%，受当期核算科目调整影响。研发费用率为 2.4%，同比基本稳定。存货周转效率进一步提升，前三季度存货周转天数同比下降 82 天至 218 天。前三季度实现经营性现金流 4.86 亿元，同比+13.39%，现金流状况良好。

风险提示：开店不及预期；终端珠宝消费不及预期；市场竞争恶化。

投资建议：公司作为一线黄金珠宝品牌，今年以来受益于行业需求复苏，以及公司自身不断推进黄金品类转型布局，以及持续推动加盟渠道扩张。未来公司在产品端将继续不断丰富黄金珠宝产品线系列，打造高附加值的 IP 系列、国潮系列等；渠道端则积极借助加盟商力量抢占全国市场份额。此外，公司女包业务在渠道变革、产品创新下仍有望取得稳健增长。我们新增公司 2023-2025 年归母净利润盈利预测为 4.05/4.96/6.04 亿元（详细分拆预测见内文），当前股价对应 PE 分别为 14.1/11.5/9.5 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,636.49	4,417.41	5,798.74	7,148.11	8,534.12
(+/-%)	44.20%	-4.73%	31.27%	23.27%	19.39%
净利润(百万元)	350.68	199.13	404.63	496.02	603.88
(+/-%)	151.03%	-43.22%	103.21%	22.58%	21.75%
每股收益(元)	0.39	0.22	0.46	0.56	0.68
EBIT Margin	9.83%	7.48%	8.84%	9.35%	9.83%
净资产收益率(ROE)	9.96%	5.62%	11.35%	13.75%	16.75%
市盈率(PE)	16.63	28.74	14.14	11.54	9.48
EV/EBITDA	16.35	18.58	14.85	12.82	11.32
市净率(PB)	1.66	1.62	1.60	1.59	1.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

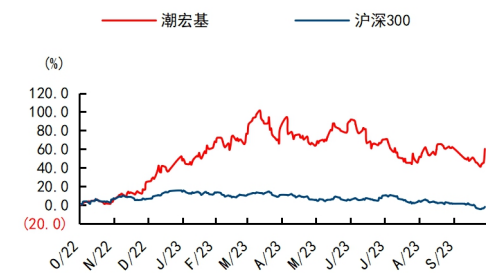
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	6.44 元
总市值/流通市值	5722/5588 百万元
52 周最高价/最低价	8.73/4.04 元
近 3 个月日均成交额	75.39 百万元

市场走势



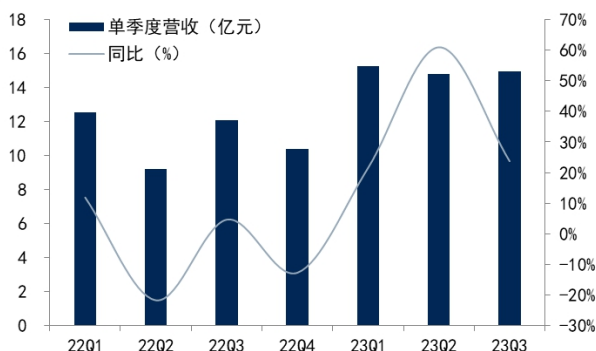
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

财报点评

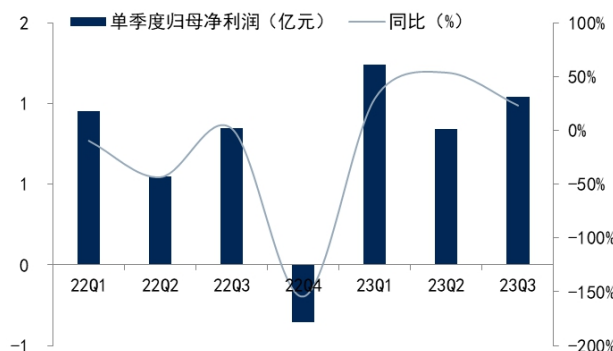
公司 2023 年前三季度实现营收 44.99 亿元,同比+33.07%,归母净利润 3.13 亿元,同比+33.28%,扣非净利润 3.08 亿元,同比+34.62%。单三季度看,公司营收同比+23.72%至 14.93 亿元,归母净利润同比+23.4%至 1.04 亿元,扣非净利润同比+24.48%至 1.03 亿元。公司整体三季度业绩在行业高基数下继续表现优异,主要受益公司产品系列升级以及加速开店扩张,前三季度加盟店净开 203 家;同时女包业务实现较为稳健的复苏,单三季度收入实现 20%+的增长。

图1: 潮宏基单季度营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

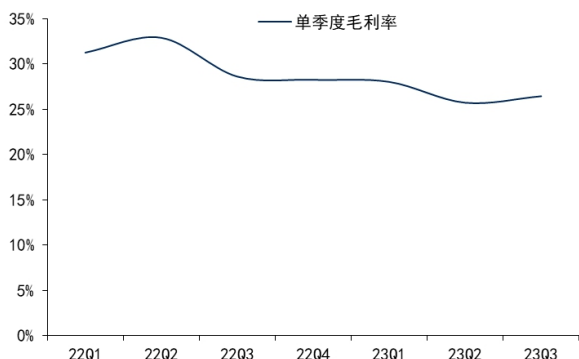
图2: 潮宏基单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

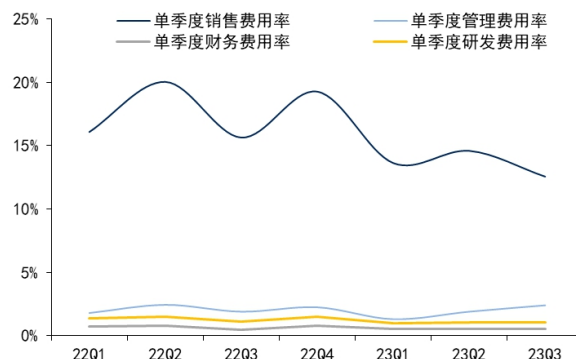
财务数据方面,公司三季度实现毛利率 26.45%,同比-2.17pc,与低毛利黄金产品占比较去年提升有关,不过环比Q2实现 0.72pct 的提升,受益 IP 系列及一口价等高毛利产品产品销售占比增长。费用率方面,第三季度销售费用率 12.55%,同比-3.08pct,整体费用控制良好。第三季度管理费用率同比+0.5pct 至 2.4%,受当期核算科目调整影响。研发费用率为 2.4%,同比基本稳定。存货周转效率进一步提升,前三季度存货周转天数同比下降 82 天至 218 天。前三季度实现经营性现金流 4.86 亿元,同比+13.39%,现金流状况良好。

图3: 潮宏基单季度毛利率情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 潮宏基单季度费用率情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

◆ 收入方面，我们分渠道及业务类别进行分拆预测

1、珠宝首饰线下自营业务：开店方面，公司规划未来开店借助加盟力量为主，自营店以提升当前门店的经营效益为主，且对低效门店进行调整或者自营转加盟店。故我们预计公司 2023-2025 年珠宝自营门店分别同比净减少 45/5/5 家，期末门店数分别为 279/269/264 家。

单店增长方面，考虑积极重视发展黄金首饰品类打造国潮专区系列，丰富大黄金产品线及品牌印记产品等，预计在消费复苏及消费者追求黄金产品保值避险的背景下，单店收入有望稳步增长。预计 2023-2025 年平均单店收入分别同比增长 35%/18%/15%。

2、珠宝首饰第三方线上业务：该业务主要通过天猫、唯品会、京东、抖音等第三方电商平台对消费者进行销售。考虑公司产品时尚设计感贴合线上年轻消费者需求，以及公司积极把握直播、社媒等渠道，该业务有望实现持续增长。预计 2023-2025 年分别实现收入 11.2/12.89/14.43 亿元。

3、珠宝首饰线下加盟业务：公司珠宝加盟业务收入来源主要包括对加盟商的货品销售收入，公司近年来积极借助加盟模式拓展门店数量，且其中黄金品类出货量较大，顺应了当前消费趋势。开店方面，预计 2023-2025 年公司珠宝加盟店分别净增 290/300/310 家，期末门店数分别为 1124/1424/1734 家。单店方面，在消费复苏推动及黄金产品持续销售增长下，预计 2023-2025 年平均单店收入分别同比增长 15%/6.5%/5%。

4、皮具业务：公司该业务主要系“FION 菲安妮”女包手袋、银包等的生产及销售，该品牌 1979 年创立于香港，是亚太地区知名女包品牌，2014 年公司完成全资收购，以为新时代的年轻女性创造出高雅精致的皮具为理念。2022 年受疫情影响而表现较弱，收入同比-27.16%，且计提了商誉减值准备 0.8 亿元。不过 2023 年以来受益消费复苏及公司主动从品牌形象、产品设计以及渠道进行了年轻化战略调整，预计该业务取得稳健增长。预计 2023-2025 年分别实现营业收入 3.73/4.03/4.35 亿元。

5、其他业务：主要包括代理品牌授权及加盟服务收入及其他业务，预计该业务收入随着公司加快加盟拓展而增长，2023-2025 年分别实现营业收入 7.69/8.84/9.9 亿元。

◆ 毛利率及费用假设方面

毛利率方面，1) 珠宝首饰业务：受相对低毛利的黄金产品占比提升影响，预计该业务毛利率短期有所下滑，不过随着黄金产品中公司自有 IP 系列、一口价等毛利率较高的产品销售提升，预计整体毛利率逐步提升。总体预计珠宝首饰业务 2023-2025 年毛利率分别为 26.11%/26.9%/27.56%。2) 皮具业务：随着公司持续进行产品升级创新，开发和迭代品牌特色，预计毛利率稳步提升，2023-2025 年毛利率分别为 63.86%/63.93%/64.1%。总体上，我们预计公司 2023-2025 年整体毛利率分别为 28.62%/29.06%/29.49%。

费用率方面，从行业特性看，黄金首饰的消费者认知度高、购买主动性高，销售费用投入较少；加盟业务销售费用多由加盟商承担，公司自身的销售费用支出少。故我们预计随着公司加盟业务及黄金产品占比提升，整体销售费用率不断优化。管理费用主要系职工薪酬、折旧摊销费用、办公及差旅费用等，后续公司经营管理机制和渠道营销不断完善下，整体营运效率提升带来费用率下降。

盈利预测结果

总体上，基于以上假设预测，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 57.99/71.47/85.34 亿元，分别同比+31.27%/+23.27%/+19.39%。分别实现归母净利润 4.05/4.96/6.04 亿元，分别同比+103.21%/+22.58%/+21.75%。

整体来看，公司在去年受疫情扰动以及计提女包业务商誉减值准备影响下，今年有望在业绩低基数下实现盈利水平的快速修复，明后年则在区域门店快速扩张以及产品迭代升级下实现稳步持续增长。

表1：潮宏基盈利预测（百万元、家、%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4636.49	4417.41	5798.52	7147.72	8533.94
YOY	44.20%	-4.73%	31.27%	23.27%	19.39%
综合毛利率	33.39%	30.18%	28.62%	29.06%	29.49%
一、珠宝业务	4184.81	4087.04	5417.70	6735.90	8088.82
YOY	42.30%	-2.34%	32.56%	24.33%	20.09%
毛利率	30.45%	27.45%	26.11%	26.90%	27.56%
门店总数	1076.00	1158.00	1403.00	1698.00	2003.00
1、珠宝线下自营	1826.32	1584.24	1841.68	2134.23	2409.58
YOY	20.84%	-13.26%	16.25%	15.89%	12.90%
门店数量	365	324	279	274	269
净增	-89	-41	-45	-5	-5
平均单店（万元）	500.36	488.96	660.10	778.92	895.75
YOY	50.31%	-2.28%	35.00%	18.00%	15.00%
2、珠宝线上业务（第三方）	864.23	918.56	1120.65	1288.74	1443.39
YOY	40.36%	6.29%	22.00%	15.00%	12.00%
3、珠宝线下加盟业务	1494.26	1584.24	2455.38	3312.93	4235.85
YOY	83.62%	6.02%	54.99%	34.93%	27.86%
门店数量	711	834	1124	1424	1734
净增	170	123	290	300	310
平均单店（万元）	210.16	189.96	218.45	232.65	244.28
YOY	39.71%	-9.61%	15.00%	6.50%	5.00%
二、皮具	445.42	324.46	373.13	402.98	435.21
YOY	65.92%	-27.16%	15.00%	8.00%	8.00%
毛利率	60.23%	63.55%	63.86%	63.93%	64.10%
三、其他	6.26	5.91	7.69	8.84	9.90
YOY	4.96%	41.31%	30.00%	15.00%	12.00%
毛利率	87.91%	85.94%	87.02%	86.46%	86.09%
销售费用率	18.41%	17.52%	14.95%	14.92%	14.87%
管理费用率	2.06%	2.06%	2.01%	2.01%	2.00%
研发费用	1.40%	1.35%	1.29%	1.29%	1.28%
归母净利润	350.68	199.13	404.63	496.02	603.88
YOY	151.03%	-43.22%	103.21%	22.58%	21.75%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

投资建议：公司作为一线黄金珠宝品牌，今年以来受益于行业需求复苏，以及公司自身不断推进黄金品类转型布局，以及持续推动加盟渠道扩张。未来公司在产品端将继续不断丰富黄金珠宝产品线系列，打造高附加值的 IP 系列、国潮系列等；渠道端则积极借助加盟商力量抢占全国市场份额。此外，公司女包业务在渠道变革、产品创新下仍有望取得稳健增长。我们新增公司 2023-2025 年归母净利润盈利预测为 4.05/4.96/6.04 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.1/11.5/9.5 倍，维持“增持”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (23-10-31)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600612.SH	老凤祥	62.23	247.39	3.25	4.53	5.33	6.07	13.17	13.74	11.68	10.25	16.79	0.35	买入
002867.SZ	周大生	14.76	161.76	1.00	1.30	1.58	1.83	14.10	11.35	9.34	8.07	18.05	0.37	买入
002345.SZ	潮宏基	6.44	57.22	0.22	0.46	0.56	0.68	23.47	14.14	11.54	9.48	5.62	0.14	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	626	650	650	650	650	营业收入	4636	4417	5799	7148	8534
应收款项	290	332	382	485	594	营业成本	3088	3084	4139	5071	6017
存货净额	2727	2665	3442	4222	5018	营业税金及附加	78	78	102	124	150
其他流动资产	249	177	116	179	171	销售费用	854	774	867	1066	1269
流动资产合计	3947	3910	4676	5621	6519	管理费用	95	91	103	126	150
固定资产	443	455	457	446	433	研发费用	65	60	75	92	109
无形资产及其他	61	29	28	27	26	财务费用	35	30	28	48	72
投资性房地产	1000	965	965	965	965	投资收益	18	19	25	15	5
长期股权投资	183	195	197	199	201	资产减值及公允价值变动	(2)	(83)	0	(10)	(10)
资产总计	5633	5553	6322	7258	8142	其他收入	(70)	(45)	(75)	(92)	(109)
短期借款及交易性金融负债	595	510	817	1371	1905	营业利润	432	252	510	625	762
应付款项	197	144	290	305	357	营业外净收支	3	0	0	0	0
其他流动负债	1029	995	1277	1586	1882	利润总额	434	252	510	625	762
流动负债合计	1821	1650	2384	3262	4143	所得税费用	79	47	93	115	140
长期借款及应付债券	207	279	279	279	279	少数股东损益	5	6	12	15	18
其他长期负债	47	33	44	59	62	归属于母公司净利润	351	199	405	496	604
长期负债合计	254	312	323	338	341	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2075	1962	2707	3600	4485	净利润	351	199	405	496	604
少数股东权益	38	49	50	51	51	资产减值准备	(4)	71	4	(2)	(3)
股东权益	3521	3542	3566	3607	3606	折旧摊销	28	83	55	59	63
负债和股东权益总计	5633	5553	6322	7258	8142	公允价值变动损失	2	83	0	10	10
						财务费用	35	30	28	48	72
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(321)	97	(324)	(609)	(549)
每股收益	0.39	0.22	0.46	0.56	0.68	其它	5	(72)	(3)	4	3
每股红利	0.26	0.26	0.43	0.51	0.68	经营活动现金流	61	462	137	(42)	128
每股净资产	3.89	3.99	4.01	4.06	4.06	资本开支	0	(72)	(60)	(55)	(55)
ROIC	8.72%	6.19%	9%	11%	12%	其它投资现金流	145	(30)	0	0	0
ROE	9.96%	5.62%	11%	14%	17%	投资活动现金流	136	(115)	(62)	(57)	(57)
毛利率	33%	30%	29%	29%	29%	权益性融资	(1)	7	0	0	0
EBIT Margin	10%	7%	9%	9%	10%	负债净变化	91	72	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	10%	10%	11%	支付股利、利息	(232)	(228)	(381)	(455)	(605)
收入增长	44%	-5%	31%	23%	19%	其它融资现金流	(95)	(18)	307	554	534
净利润增长率	151%	-43%	103%	23%	22%	融资活动现金流	(377)	(322)	(75)	99	(71)
资产负债率	37%	36%	44%	50%	56%	现金净变动	(181)	25	(0)	0	0
股息率	4.1%	4.0%	6.7%	7.9%	10.6%	货币资金的期初余额	807	626	650	650	650
P/E	16.6	28.7	14.1	11.5	9.5	货币资金的期末余额	626	650	650	650	650
P/B	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	企业自由现金流	0	377	90	(59)	144
EV/EBITDA	16.3	18.6	14.8	12.8	11.3	权益自由现金流	0	432	374	456	619

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032