

# 爱迪尔 (002740.SZ) 百货零售行业

评级：增持 首次评级

公司研究

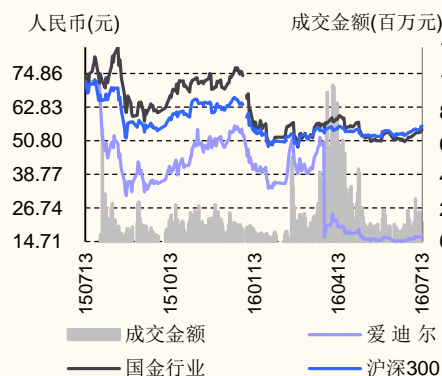
市场价格 (人民币)：16.30 元

## 并购基金首单落地，剑指钻石产业链整合者

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	126.82
总市值 (百万元)	4,890.00
年内股价最高最低 (元)	72.02/14.71
沪深 300 指数	3282.87
深证成指	10853.56



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	1.16	0.67	0.23	0.26	0.32
每股净资产 (元)	7.16	9.49	3.39	3.65	3.96
每股经营性现金流 (元)	-0.54	-1.03	0.35	0.01	0.02
市盈率 (倍)	N/A	78.38	72.22	63.15	51.7
行业优化市盈率 (倍)	22.53	34.37	28.82	28.82	28.82
净利润增长率 (%)	-3.96%	-22.88%	0.50%	14.36%	22.05%
净资产收益率 (%)	16.28%	7.10%	6.66%	7.08%	7.95%
总股本 (百万股)	75.00	100.00	300.00	300.00	300.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 钻石首饰产业链利润率高，行业成长迅速，市场集中低：**我国珠宝首饰零售额超 5000 亿，其中钻石及钻石镶嵌饰品的零售规模在 1500-1600 亿左右，产业链利润率远高于黄金品类。随着海外生产商钻石文化的导入，钻石消费已成为刚性需求，是情侣、结婚、周年纪念的重要消费部分，婚庆相关销售占 70%，从消费总额、人均珠宝消费的国际比较，钻石市场还有很大增长空间。钻石零售市场参与者包括以周大福、六福、老凤祥等为代表的主打黄金首饰的全国连锁企业和周大生、金伯利等主打钻石首饰的企业，及众多中小品牌和区域性连锁企业，市场竞争非常激烈、行业集中度低。
- 钻石行业唯一上市公司，有望成为行业整合领导者：**短期可选消费下行和渠道趋于饱和，钻石行业市场竞争更加激烈，大量中小企业退出市场。对比海外产业变迁路径，未来我国珠宝行业走向整合和品牌力提升是大势所趋，最终形成数家多品牌、跨渠道的珠宝集团，而互联网+将加速变革过程。公司作为钻石行业唯一上市公司，将受益行业整合，探索模式创新，实现逆势成长。公司分别与九鼎、方圆金鼎合作成立并购基金，聚焦于横向、纵向并购和产业链创新。随着公司在后续产业并购、行业整合和创新方面的不断推进，公司有望成为钻石行业整合领导者。
- 并购基金收购千年珠宝，继续推进新加盟商战略：**公司的行业整合策略是利用股权纽带，入股或战略合作中小珠宝企业或下游代理/加盟商，培育成熟后并购到上市公司来，最终形成多品牌多渠道的珠宝产业集团。公司 4 月曾与湖南地区实力代理商珍迪美珠宝签订合作协议，投资对方 9% 股权，珍迪美将全力推广爱迪尔产品，约定达到承诺利润后，以 13-15 倍收购进上市公司。公司昨晚公告，旗下并购基金以 6800 万元获得千年珠宝 13.44% 的股权。千年珠宝主打婚庆钻石，具有较强的原创设计能力和品牌影响力，江浙地区门店 200 多家。
- 盈利预测与投资评级。**新加盟商战略推进下，今年公司将加快全国门店扩张，但由于毛利率和账期上对核心加盟商让利，及品牌、新品投入，全年净利润增速将低于收入增速。我们预计 2016-18 年收入增速分别为 19.1%、22.0%、15.0%，净利润增速 0.5%、14.4%、22.1%，16-18 年 EPS 分别为 0.23、0.26、0.32 元，对应 PE 分别为 72.2X、63.12X、51.7X。公司虽然钻石市场份额有限，但凭借上市公司资本渠道优势，有望通过品牌投入、收

徐问

联系人  
xuwen@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号：S1130516010008  
(8621)60230244  
weili1@gjzq.com.cn

购/整合中小品牌和渠道实现跨越式增长，成为钻石行业领导者。公司股权激励到位，高管和战投高价全额参与定增，深度绑定共同推进长期战略。首次覆盖给予增持评级！

#### 风险提示

- 行业景气度快速下行，加盟商周转率大幅下降；加盟/经销模式下产品/品牌管控风险；定增方案进度不及预期。

## 一、我国钻石市场需求情况及竞争格局

### 1.1 钻石首饰市场规模超 1500 亿，成长空间广阔

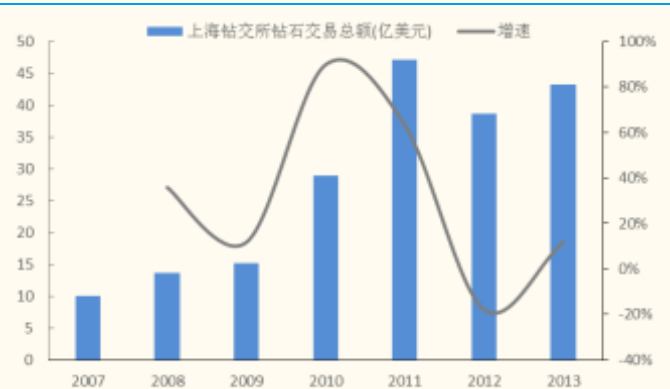
我国珠宝首饰零售规模超 5000 亿，过去 5 年复合增速约 13%，是规模增长最为迅速的可选消费品类之一。从市场构成来看，黄金首饰占比 50%，其余为铂金/K 金、钻石/珠宝镶嵌、翡翠玉石、珍珠等其他饰品，我们预计钻石及钻石镶嵌饰品的零售规模 1500-1600 亿左右。随着海外生产商钻石文化的导入，钻石消费已成为刚性需求，是情侣、结婚、周年纪念的重要消费部分，婚庆相关销售占 70%。随着人们收入提升，钻石从原来的“一颗永流传”普及到重复消费，从消费总额、人均珠宝消费的国际比较，钻石市场还有很大增长空间。

图表 1：国内黄金珠宝零售额及增速



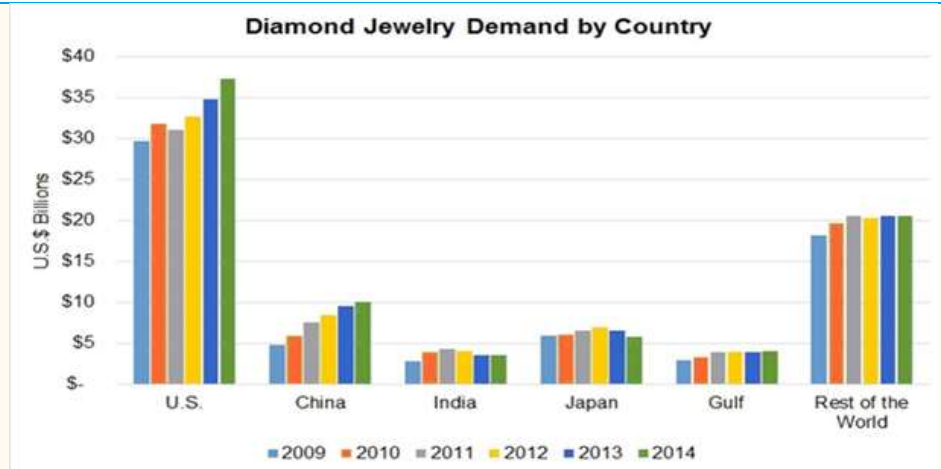
来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国金证券研究所

图表 2：上海钻交所交易规模及增速



来源：上海钻交所，国金证券研究所

图表 3：我国已成为第二大钻石消费大国，但人均消费额远低于其他国家



来源：戴比尔斯钻石行业研究报告，国金证券研究所

### 1.2 钻石珠宝市场竞争激烈，集中度低

国内钻石首饰终端市场规模 1500-1600 亿，我们估算批发环节的销售规模为 800-1000 亿元。无论是批发还是零售，市场集中度都非常低。市场参与者包括以周大福、六福、老凤祥等为代表的主打黄金首饰的全国连锁企业及周大生、金伯利等主打钻石首饰的企业。虽然周大福、六福、老凤祥的非黄金收入比重在 10-30% 之间，但依托广泛的网点布局，钻石镶嵌首饰销售规模也非常可观。主打钻石的企业中周大生扩张最为迅速，目前已有 2100 家门店，其次为金伯利、爱迪尔、千禧之星等品牌，门店数量在 200-600 家之间。此外中小品牌和区域性连锁企业众多，竞争非常激烈。

图表 4：主要珠宝企业业务模式、主导产品和覆盖区域

品牌	主要业务模式	主导产品	主要覆盖区域
<b>高端品牌</b>	卡地亚、蒂凡尼、宝格丽	自营	钻石首饰
<b>中端品牌</b>	周大福	自营、加盟	黄金首饰
	周生生	自营	黄金首饰
	谢瑞麟	自营	钻石首饰
	六福珠宝	自营、加盟	黄金首饰
	周大生	自营、加盟	钻石首饰
	老凤祥	经销、加盟、自营	黄金首饰
	明牌珠宝	经销、自营	黄金首饰
	金伯利	加盟	钻石首饰
	千禧之星	自营、加盟、经销	钻石首饰
	潮宏基	自营、加盟	K 金首饰
爱迪尔	加盟、经销	钻石首饰	

注：根据政治地位、经济实力、城市规模、区域辐射力四个因素将国内城市分为三级，一线城市指北京、上海、广州、深圳；二线城市指各省会城市、发达地区副省级城市、区域中心、计划单列市以及重庆、天津；三线城市指除一、二线城市以外的其他城市。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

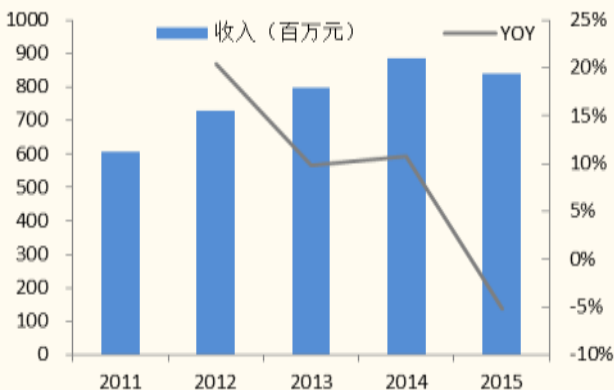
## 二、爱迪尔：渠道规模领先的钻石品牌，加快行业整合步伐

### 2.1 由钻石贸易转品牌运营，规模领先的钻石珠宝品牌

公司以钻石贸易业务起家，在钻石原材料采购领域积累了较深厚资源。于 2001 年开始转向品牌经营，主打钻石镶嵌饰，依靠加盟模式扩张，截至 2015 年上半年共有 380 家左右门店（其中 2 家为直营门店），覆盖全国 28 个省 263 个城市，门店数量在以钻石为主的珠宝企业中排在第三位。

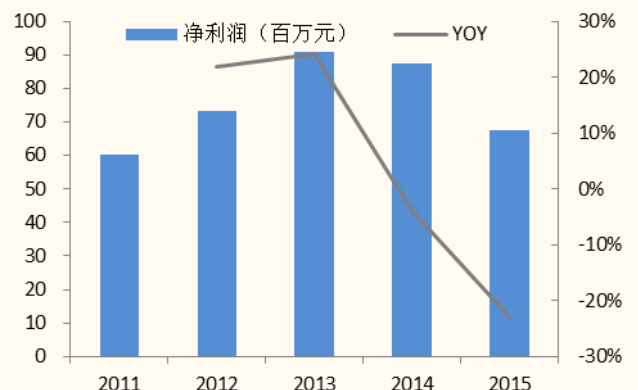
公司作为市场规模领先，且唯一上市的钻石珠宝零售企业，我们认为核心优势和成功因素：1) 进入市场早，周大福、周生生、六福等香港龙头公司的主战场在一二线，黄金为主，公司从二三线城市起步，占据一定先发优势；2) 钻石品类需求成长快速，相比周大福、老凤祥等主打黄金的品牌，基于钻石首饰建立品牌具备差异化优势；3) 仅 2 家直营门店，资金负担小，加盟/经销模式快速拓展门店、提升规模；4) 经销商共赢战略：核心加盟商持公司股份，低批发折扣，针对优质加盟商给予 2-3 月信用账期，管理、品牌文化输出和经销商管控较为到位。

图表 5：公司历年收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

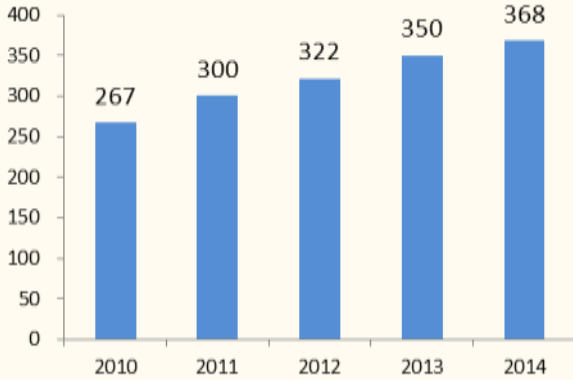
图表 6：公司历年净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

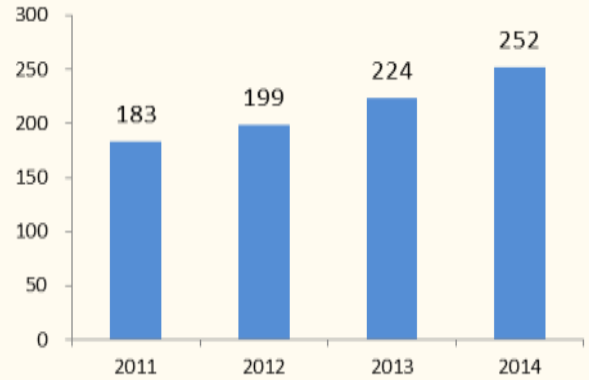
加盟商是公司的直接客户，通过较强的品牌/产品力和经销商管理体系，公司加盟商数量和门店快速增长。虽然钻石珠宝行业资产重、周转慢，但钻石镶嵌成品批发、零售环节毛利率都在 20%-30% 以上，能够保证加盟商合理的 ROE 回报水平。对于公司来说，一方面借助加盟商的力量，低成本实现门店扩张，快速提高市场份额和品牌影响力，其次，公司定位二三线城市，百货渠道稀缺，与当地加盟商合作能借助其在区域内的资源优势，获得优质店铺、打开区域市场、降低经营风险。

图表 7：公司加盟门店数量快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：公司加盟商数量达 252 家



来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2 聚焦钻石行业整合并购，推行新加盟商战略

国内钻石珠宝市场仍处于快速成长阶段，我们认为依托加盟模式，公司目前优势区域西南、华中等地门店还可加密，非优势区域扩张潜力大，此外加盟商精细化管理、单产也有提升空间。公司应充分利用资本优势，快速把品牌知名度和背后的产品研发、设计能力做深，吸引更多优秀的加盟商，加快门店、规模扩张。

对比海外产业变迁路径，未来我国珠宝行业走向整合和品牌力提升是大势所趋，最终形成数家多品牌、跨渠道的珠宝集团。公司作为钻石行业唯一上市公司，利用资本的力量，在行业低谷期推进并购整合。公司分别与九鼎、方圆金鼎合作成立并购基金：九鼎基金聚焦行业整合，培育、并购中小珠宝品牌/渠道企业，做大规模和行业地位；方圆基金则聚焦行业创新，探索互联网+、供应链金融、3D 打印、定制化平台等产业链优化和变革模式，引领行业发展。珠宝行业格局极为分散，钻石镶嵌领域中小品牌和区域性连锁企业众多，公司目前销售额 8 个亿，从批发和零售口径市场占有率均仅 1% 左右，依托上市公司平台地位，公司有望通过并购整合中小品牌实现市场份额的快速提升。

**依托股权纽带，推进新加盟商战略。**公司 4 月曾与湖南珍迪美珠宝签订合作协议，投资对方 9% 股权。珍迪美将全力推广爱迪尔产品，约定达到承诺利润后，以 13-15 倍且不超过上市公司市盈率倍数 50% 的上限收购进上市公司。公司新加盟商战略的核心就是利用上市公司地位，吸引各区域大的代理商、经销商成为战略合作伙伴，代理爱迪尔品牌，达到一定业绩规模后并购到上市公司来，从而提升公司规模和市场地位。我们认为，公司此次通过并购基金投资千年珠宝 13.44% 股权，是新加盟商战略的延续，一方面将有望利用千年珠宝在江浙地区的品牌影响力，形成多品牌多层次的集团效应；另一方面预示着新加盟商战略有望快速复制，加速行业整合步伐。

**并购基金首单落地，收购千年珠宝 13.44% 的股权。**公司 7 月 13 日晚发布公告，参与设立并购基金苏州爱迪尔金鼎投资中心（有限合伙）拟以现金增资方式投资江苏千年珠宝有限公司，投资金额为 6800 万元，投资完成后将持有千年珠宝 13.44% 的股权。千年珠宝主打婚庆钻石，具有较强的原创设计能力和品牌影响力，在江浙地区门店拥有 200 多家，与爱迪尔在原材料、设计师和渠道方面具有较大的协同空间。

### 三、盈利预测与投资建议

黄金珠宝是重资产、资金密集型行业，在行业快速增长，渠道跑马圈地的阶段，利用加盟模式、轻资产运作能够更快的占据优质网点、提升销售规模和品牌影响力。钻石镶嵌首饰利润率高，批发、零售环节毛利率均在 20-30% 以上，公司充分保证加盟商回报水平（净利率 10% 以上），通过较强的品牌设计和品质管控实现快速扩张。我国钻石市场增长空间广阔，市场竞争也更加激烈，周大福、六福、老凤祥等全国性龙头在加大非黄金的铺货，周大生、金伯利、IDO 等主打钻石的品牌也在加快扩张，但整体来看市场集中度很低，无论批发还是零售环节都有整合空间。

新加盟商战略推进下，今年公司将加快全国门店扩张，但由于毛利率和账期上对核心加盟客户让利，及品牌、新品投入，全年净利润增速将低于收入增速。我们预计 2016-18 年收入增速分别为 19.1%、22.0%、15.0%，净利润增速 0.5%、14.4%、22.1%，16-18 年 EPS 分别为 0.23、0.26、0.32 元，对应 PE 分别为 72.2X、63.12X、51.7X。公司虽然钻石市场份额有限，但凭借上市公司资本渠道优势，有望通过品牌投入、收购/整合中小品牌和渠道实现跨越式增长，成为钻石行业领导者。公司股权激励到位，高管和战投高价全额参与定增，深度绑定共同推进长期战略。**首次覆盖给予增持评级！**

### 四、风险提示

- 1、行业景气度快速下行，加盟商周转率大幅下降；
- 2、加盟/经销模式下产品/品牌管控风险；
- 3、定增方案进度不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	799	885	840	1,000	1,220	1,403
增长率		10.8%	-5.1%	19.1%	22.0%	15.0%
主营业务成本	-613	-686	-662	-818	-997	-1,139
%销售收入	76.8%	77.5%	78.9%	81.7%	81.7%	81.2%
毛利	186	199	177	183	223	264
%销售收入	23.2%	22.5%	21.1%	18.3%	18.3%	18.8%
营业税金及附加	-4	-4	-3	-5	-6	-7
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-35	-43	-50	-60	-79	-91
%销售收入	4.3%	4.9%	6.0%	6.0%	6.5%	6.5%
管理费用	-18	-19	-22	-25	-29	-34
%销售收入	2.2%	2.1%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	130	134	101	93	108	132
%销售收入	16.2%	15.1%	12.1%	9.3%	8.9%	9.4%
财务费用	-9	-13	-5	-2	-4	-4
%销售收入	1.2%	1.5%	0.7%	0.2%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-1	-4	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	119	116	89	92	105	128
营业利润率	14.9%	13.1%	10.7%	9.1%	8.6%	9.1%
营业外收支	3	2	3	0	0	0
税前利润	122	119	93	92	105	128
利润率	15.3%	13.4%	11.1%	9.1%	8.6%	9.1%
所得税	-31	-31	-25	-24	-27	-33
所得税率	25.4%	26.3%	27.4%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	91	87	67	68	77	95
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	91	87	67	68	77	95
净利率	11.4%	9.9%	8.0%	6.8%	6.3%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	91	87	67	68	77	95
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	9	10	4	6	6
非经营收益	10	13	9	13	14	14
营运资金变动	-64	-149	-190	22	-94	-108
经营活动现金净流	44	-40	-103	106	3	7
资本开支	-3	-2	-31	-17	-9	-1
投资	0	-1	-1	-1	0	0
其他	0	0	-80	0	0	0
投资活动现金净流	-3	-3	-112	-18	-9	-1
股权募资	0	0	376	0	0	0
债权募资	33	47	-77	102	19	8
其他	5	-24	-24	-10	-14	-14
筹资活动现金净流	38	23	275	93	6	-6
现金净流量	79	-21	61	181	0	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	279	269	319	500	500	500
应收款项	94	182	350	351	374	431
存货	255	336	354	408	497	568
其他流动资产	8	18	93	18	22	25
流动资产	636	805	1,116	1,277	1,394	1,523
%总资产	94.3%	95.5%	94.6%	94.6%	94.8%	95.6%
长期投资	0	1	2	3	2	2
固定资产	32	30	40	48	45	42
%总资产	4.7%	3.6%	3.4%	3.5%	3.0%	2.6%
无形资产	6	4	10	21	28	25
非流动资产	39	38	63	73	76	70
%总资产	5.7%	4.5%	5.4%	5.4%	5.2%	4.4%
资产总计	674	843	1,179	1,350	1,470	1,594
短期借款	143	190	113	215	235	242
应付款项	67	93	85	102	122	139
其他流动负债	14	22	31	15	18	22
流动负债	224	305	229	332	375	403
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	225	305	229	332	375	404
普通股股东权益	449	537	949	1,017	1,094	1,189
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	674	842	1,179	1,350	1,470	1,594

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.213	1.165	0.674	0.226	0.258	0.315
每股净资产	5.993	7.158	9.492	3.390	3.648	3.963
每股经营现金净流	0.582	-0.538	-1.026	0.354	0.010	0.023
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	20.24%	16.28%	7.10%	6.66%	7.08%	7.95%
总资产收益率	13.49%	10.38%	5.72%	5.02%	5.27%	5.93%
投入资本收益率	16.32%	13.54%	6.91%	5.59%	6.02%	6.83%
增长率						
主营业务收入增长率	9.79%	10.76%	-5.13%	19.14%	21.99%	15.00%
EBIT 增长率	19.04%	3.04%	-24.23%	-7.91%	16.09%	22.09%
净利润增长率	24.03%	-3.96%	-22.88%	0.50%	14.36%	22.05%
总资产增长率	25.12%	24.84%	39.97%	14.48%	8.88%	8.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.1	56.1	114.2	126.0	110.0	110.0
存货周转天数	135.4	157.4	190.3	182.0	182.0	182.0
应付账款周转天数	29.0	33.0	34.4	37.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	14.5	12.5	17.5	17.0	13.1	10.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.31%	-14.68%	-21.75%	-27.99%	-24.23%	-21.64%
EBIT 利息保障倍数	14.0	9.9	18.5	56.2	30.9	30.6
资产负债率	33.35%	36.23%	19.45%	24.62%	25.50%	25.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD