

## 短期业绩承压，静待渠道经营拐点

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年公司实现营收36.8亿元，同比下降20.4%，实现归母净利润7.3亿元，同比下降44%；单Q4来看，公司实现营收6.4亿元，同比下滑47.3%，实现归母净利润-0.4亿元，同比下滑113.9%。2023年Q1公司实现营收7.1亿元，同比下降42.3%，实现归母净利润1亿元，同比下降73.2%，受镶嵌需求下滑影响，业绩有所承压。
- 销售费用率提升明显，短期盈利能力承压。** 2022年公司毛利率为69.8%，同比下降0.4pp。费控方面，2022年公司总费率达44.2%，同比增加13.1pp，分别来看，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为38.6%/4.5%/0.5%/0.6%，分别同比+12.3pp/+0.7pp/+0.1pp/+0pp，销售费用率显著提升主要由于报告期内公司门店数量和销售人员增加所致。综合来看，2022年公司净利率19.8%，同比下降8.4pp。2023年Q1，公司毛利率为69.9%，同比下降1.2pp；总费用率为56.6%，同比提升25.7pp，主要由于扩店导致销售费用率增加；具体来看，2023年Q1公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为48.8%/6.3%/0.8%/0.8%，分别同比提升21.2pp/3.1pp/0.4pp/1pp。综合来看，净利率为14.3%，同比下滑16.5pp。
- 产品结构调整，短期业绩承压。** 2022年公司求婚钻戒/结婚对戒/其他饰品/其他业务分别贡献营收29亿元(-20.7%)/7.1亿元(-17.6%)/0.3亿元(-49.5%)/0.3亿元(+11.9%)，营收占比分别为78.8%(-0.4pp)/19.4%(+0.6pp)/0.9%(-0.6pp)/0.9%(+0.3pp)。分渠道来看，2022年线上/线下分别贡献营收3.9亿元(-34.1%)/32.6亿元(-18.5%)，线上收入下降主要系公司对产品结构进行了优化调整，下架了部分低钻重的求婚钻戒产品，线下收入下滑主要系商场客流减少以及门店配合商场暂停营业或缩短营业时间所致；线下渠道中，直营/联营分别贡献营收29.8亿元(-18.9%)/2.8亿元(-14.5%)。
- 线上用户增加，线下门店逆势扩张。** 2022年公司自建平台/第三方销售平台销售订单额分别同比达0.7亿元(-27.3%)/3.2亿元(-35%)；注册用户增加227万户达1066万户。线下门店快速拓张，净开店227家达688家，其中直营/联营门店分别净增212家/15家，达631家/57家。店效方面，2022年公司直营/联营单店营收分别达574.3万元(-43.6%)/561.7万元(-42.4%)，单店坪效分别达6.3万元(-45.3%)/8.2万元(-42.6%)，单店毛利分别达407.2万元(-43.9%)/383.8万元(-43.5%)，店效有所承压。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为2.05元、2.49元、2.92元，对应PE分别为21倍、17倍、14倍。长期来看，考虑到公司作为快速崛起的珠宝领军品牌之一，凭借差异化的定位成功占据求婚钻戒类产品头部市场份额，未来有望持续受益于钻戒渗透率提升；但短期来看，考虑到当前经济仍处于逐步修复期，同时钻饰品类景气度仍未完全恢复，公司一季度业绩有所承压，综合来看，给予“持有”评级。
- 风险提示:** 门店拓张不及预期的风险；客流回暖不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

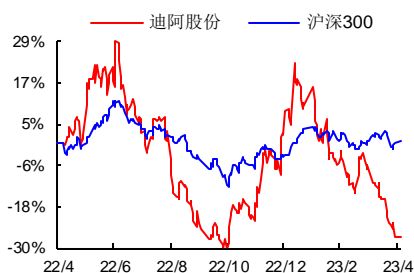
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3681.57	4251.18	5115.71	6003.01
增长率	-20.36%	15.47%	20.34%	17.34%
归属母公司净利润(百万元)	729.24	818.95	994.53	1168.94
增长率	-43.98%	12.30%	21.44%	17.54%
每股收益EPS(元)	1.82	2.05	2.49	2.92
净资产收益率ROE	10.72%	11.08%	12.29%	13.16%
PE	23	21	17	14
PB	2.48	2.28	2.09	1.90

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 周铁  
电话: 18798688288  
邮箱: zhoutyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通A股(亿股)	0.40
52周内股价区间(元)	40.45-74.23
总市值(亿元)	168.84
总资产(亿元)	86.03
每股净资产(元)	18.10

### 相关研究

- 迪阿股份(301177): 疫情致业绩承压, 渠道逆势扩张 (2022-09-02)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：预计 2023-2025 年公司线下门店分别净开 100/90/80 家；

假设 2：考虑到 2022 年受疫情冲击公司线下门店店效承压，预计 2023 年起随着消费修复，店效有望迎来修复，预计 2023-2025 年店效增速分别为 15%、10%、8%；

假设 2：随着公司品牌力提升叠加规模效应显现，预计 2023-2025 年公司毛利率分别达到 69.9%、70.1%、70.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	3,681.57	4251.2	5115.7	6003.0
yoy	-20.4%	15.5%	20.3%	17.3%
营业成本	1112.27	1279.0	1530.8	1787.1
毛利率	69.8%	69.9%	70.1%	70.2%
<b>求婚钻戒</b>				
收入	2,902.46	3337.8	4038.8	4765.8
Yoy	-20.7%	15.0%	21.0%	18.0%
成本	818.86	937.9	1130.9	1329.6
毛利率	71.8%	71.9%	72.0%	72.1%
<b>结婚对戒</b>				
收入	713.61	827.79	976.79	1123.31
Yoy	-17.6%	16.0%	18.0%	15.0%
成本	250.34	288.07	338.95	388.66
毛利率	64.9%	65.2%	65.3%	65.4%
<b>其他饰品</b>				
收入	34.11	49.5	59.4	68.3
Yoy	-49.5%	45.0%	20.0%	15.0%
成本	13.60	19.3	23.0	26.3
毛利率	60.1%	61.0%	61.2%	61.4%
<b>其他业务</b>				
收入	31.39	36.1	40.8	45.7
yoy	11.8%	15.0%	13.0%	12.0%
成本	29.47	33.8	38.0	42.5
毛利率	6.1%	6.5%	6.8%	7.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取同样处于珠宝首饰行业的周大生、老凤祥、潮宏基、周大福作为可比公司。长期来看，考虑到公司作为快速崛起的珠宝领军品牌之一，凭借差异化的定位成功占据求婚钻戒类产品头部市场份额，未来有望持续受益于钻戒渗透率提升；但短期来看，考虑到当前经济仍处于逐步修复期，同时钻饰品类景气度仍未完全恢复，公司一季度业绩有所承压，综合来看，给予“持有”评级。

**表 2：可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002867.SZ	周大生	18.05	1.25	1.48	1.67	14.50	11.45	10.10
600612.SH	老凤祥	73.85	4.09	4.73	5.48	18.27	14.23	12.28
002345.SZ	潮宏基	8.20	0.45	0.56	0.69	17.88	13.84	11.22
平均值						15.66	13.17	11.20
301177.SZ	迪阿股份	42.21	2.05	2.49	2.92	20.62	16.98	14.44

数据来源：Wind，西南证券整理

## 风险提示

门店拓张不及预期的风险；客流回暖不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3681.57	4251.18	5115.71	6003.01	净利润	729.24	818.95	994.53	1168.94
营业成本	1112.27	1279.04	1530.85	1787.15	折旧与摊销	98.81	20.73	20.95	21.20
营业税金及附加	201.36	232.51	279.80	328.33	财务费用	21.54	22.65	27.26	31.99
销售费用	1422.04	1640.96	1969.55	2308.16	资产减值损失	-28.42	-8.00	-6.00	-3.00
管理费用	164.21	206.18	249.65	294.15	经营营运资本变动	-313.55	-205.94	-34.33	-28.03
财务费用	21.54	22.65	27.26	31.99	其他	310.39	-121.65	-147.44	-164.76
资产减值损失	-28.42	-8.00	-6.00	-3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>818.01</b>	<b>526.74</b>	<b>854.96</b>	<b>1026.34</b>
投资收益	89.00	100.00	120.00	135.00	资本支出	-9.65	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动损益	39.29	32.05	34.47	33.66	其他	-4303.39	239.02	154.47	168.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4313.05</b>	<b>236.02</b>	<b>151.47</b>	<b>165.66</b>
<b>营业利润</b>	<b>884.91</b>	<b>993.88</b>	<b>1207.07</b>	<b>1418.90</b>	短期借款	433.99	-257.30	-176.70	0.00
其他非经营损益	0.47	0.41	0.40	0.32	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>885.38</b>	<b>994.29</b>	<b>1207.47</b>	<b>1419.22</b>	股权融资	0.56	0.00	0.00	0.00
所得税	156.14	175.34	212.94	250.28	支付股利	-800.02	-224.08	-293.59	-382.00
净利润	729.24	818.95	994.53	1168.94	其他	-364.54	-378.16	-27.26	-31.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-730.00</b>	<b>-859.55</b>	<b>-497.55</b>	<b>-413.99</b>
归属母公司股东净利润	729.24	818.95	994.53	1168.94	<b>现金流量净额</b>	<b>-4219.89</b>	<b>-96.79</b>	<b>508.88</b>	<b>778.01</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	521.90	425.12	934.00	1712.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	166.89	179.34	217.40	256.40	销售收入增长率	-20.36%	15.47%	20.34%	17.34%
存货	669.89	768.11	919.98	1074.60	营业利润增长率	-45.79%	12.31%	21.45%	17.55%
其他流动资产	5790.31	5694.71	5711.96	5729.66	净利润增长率	-43.98%	12.30%	21.44%	17.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-41.56%	3.18%	21.02%	17.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	14.07	14.61	14.93	14.99	毛利率	69.79%	69.91%	70.08%	70.23%
无形资产和开发支出	4.26	2.97	1.68	0.39	三费率	43.67%	43.98%	43.91%	43.88%
其他非流动资产	1648.42	1631.45	1614.47	1597.50	净利率	19.81%	19.26%	19.44%	19.47%
<b>资产总计</b>	<b>8815.75</b>	<b>8716.30</b>	<b>9414.43</b>	<b>10385.55</b>	ROE	10.72%	11.08%	12.29%	13.16%
短期借款	433.99	176.70	0.00	0.00	ROA	8.27%	9.40%	10.56%	11.26%
应付和预收款项	682.03	709.80	857.37	1014.77	ROIC	478.28%	226.81%	182.06%	177.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.31%	24.40%	24.54%	24.52%
其他负债	896.68	435.88	462.20	488.98	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2012.70</b>	<b>1322.38</b>	<b>1319.56</b>	<b>1503.75</b>	总资产周转率	0.43	0.48	0.56	0.61
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	361.04	307.22	378.51	450.26
资本公积	4459.78	4459.78	4459.78	4459.78	应收账款周转率	26.96	44.08	44.92	44.40
留存收益	1939.27	2534.13	3235.08	4022.01	存货周转率	1.99	1.78	1.81	1.79
归属母公司股东权益	6803.05	7393.92	8094.86	8881.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.79%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6803.05</b>	<b>7393.92</b>	<b>8094.86</b>	<b>8881.80</b>	资产负债率	22.83%	15.17%	14.02%	14.48%
负债和股东权益合计	8815.75	8716.30	9414.43	10385.55	带息债务/总负债	21.56%	13.36%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.18	6.93	7.65	7.30
					速动比率	3.79	6.17	6.75	6.41
					股利支付率	109.71%	27.36%	29.52%	32.68%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.82	2.05	2.49	2.92
					每股净资产	17.01	18.48	20.24	22.20
					每股经营现金	2.04	1.32	2.14	2.57
					每股股利	2.00	0.56	0.73	0.95
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1005.26	1037.27	1255.28	1472.09					
PE	23.15	20.62	16.98	14.44					
PB	2.48	2.28	2.09	1.90					
PS	4.59	3.97	3.30	2.81					
EV/EBITDA	10.01	9.20	7.06	5.49					
股息率	4.74%	1.33%	1.74%	2.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn