

爱迪尔 (002740)

投资钻石首饰行业，拥抱爱迪尔

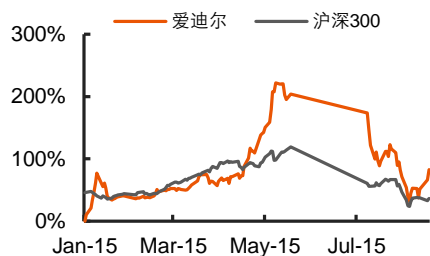
推荐 (首次)

现价: 43.28 元

主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.idr.com.cn
大股东/持股	苏日明/25.99%
实际控制人/持股	苏日明/%
总股本(百万股)	100
流通 A 股(百万股)	25
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	43.28
流通 A 股市值(亿元)	10.82
每股净资产(元)	9.32
资产负债率(%)	27.40

行情走势图



证券分析师

徐 问
 投资咨询资格编号
 S1060513050003
 0755-22622625
 xuwen007@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **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 4700 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，其中钻石及钻石镶嵌饰品的零售规模 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。
- **由钻石贸易转品牌经营，加盟模式扩展门店至 368 家：**公司以钻石贸易业务起家，于 2001 年开始转向品牌经营，主打钻石镶嵌饰品（占 90% 以上收入），靠加盟模式达到 368 家店（加盟/经销收入占比 98%），以钻石为主的品牌企业中门店数排第三位。关键成功因素：1）进入市场早，周大福、六福等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，基于钻石首饰建立的品牌具有一定差异化；3）仅 2 家直营门店，资金负担小，加盟模式快速扩张；4）经销商共赢，低批发折扣、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。
- **未来品牌/渠道成长空间大，供应链金融和并购业务添彩。**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。与中投国泰合作成立 P2P 公司进军珠宝供应链金融业务，与战投成立并购基金，有望通过收购/整合中小品牌和渠道实现跨越式增长。公司股权激励到位，高管及战投全额参与定增（规模 6 亿元，价格 39.96 元/股），体现了对公司发展的强烈信心。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	799	885	956	1070	1220
YoY(%)	9.8	10.8	8.0	12.0	14.0
净利润(百万元)	91	87	90	108	127
YoY(%)	24.0	-4.0	3.1	19.6	18.1
毛利率(%)	23.2	22.5	22.3	22.3	22.4
净利率(%)	11.4	9.9	9.4	10.1	10.4
ROE(%)	20.2	16.3	9.1	9.8	10.4
EPS(摊薄/元)	1.21	1.16	0.90	1.08	1.27
P/E(倍)	35.7	37.2	48.0	40.1	34.0
P/B(倍)	9.6	8.1	4.4	4.0	3.5

- **预计 15-17 年 EPS=0.90、1.08、1.27 元，首次覆盖给予推荐评级。**公司深耕钻石镶嵌珠宝领域，计划未来三年保持每年 100 家左右的新店扩张速度，同时利用资本优势，加大品牌投入、收购/整合中小品牌和渠道实现跨越式增长。我们预计公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.90、1.08、1.27 元，目前价格对应 PE=48X、40X、34X。公司内生成长和行业整合的空间较大，是黄金珠宝行业值得介入的标的，首次覆盖给予“推荐”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。

正文目录

一、我国钻石市场需求及竞争格局	5
1.1 钻石首饰市场规模超 1500 亿，成长空间广阔	5
1.2 钻石珠宝市场竞争激烈，集中度低	6
二、依托加盟模式快速扩张，品牌/渠道增长潜力大	7
2.1 由钻石贸易转品牌运营，规模领先的钻石珠宝品牌	7
2.2 依托加盟快速扩张，加盟商回报水平合理	7
2.3 品牌、渠道内生增长潜力大，供应链金融和并购业务添彩	8
三、盈利预测与投资建议	9
四、风险提示	9

图表目录

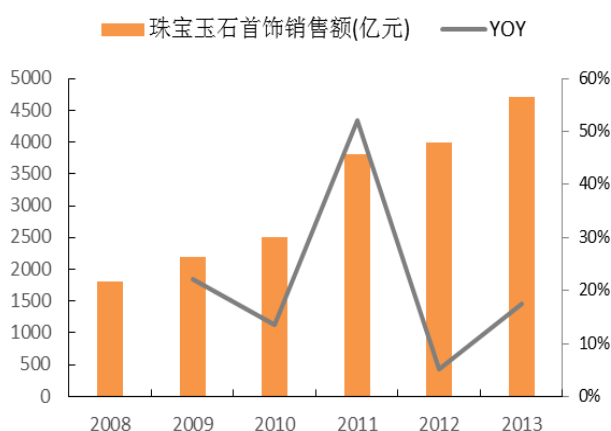
图表 1	国内黄金珠宝零售额及增速	5
图表 2	上海钻交所交易规模及增速	5
图表 3	我国已成为第二大钻石消费大国，但人均消费额远低于其他国家.....	5
图表 4	主要珠宝企业业务模式、主导产品和覆盖区域	6
图表 5	主要珠宝企业（主打黄金/钻石）门店数量.....	6
图表 6	公司历年收入及增速	7
图表 7	公司历年净利润及增速.....	7
图表 8	公司加盟门店数量快速增长	8
图表 9	公司加盟商数量达 252 家	8
图表 10	不同类型门店的初始投入	8

一、我国钻石市场需求及竞争格局

1.1 钻石首饰市场规模超 1500 亿，成长空间广阔

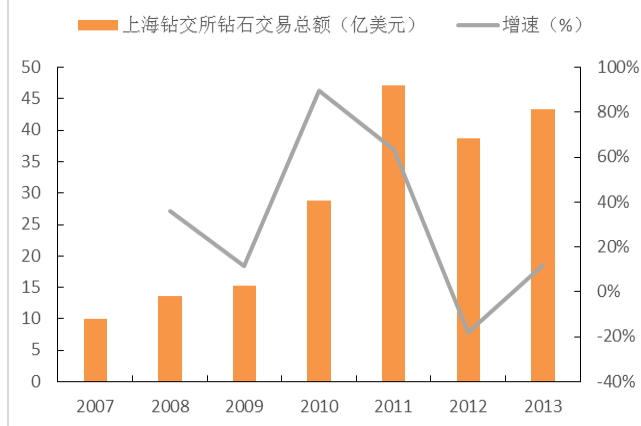
我国珠宝首饰零售规模超 4700 亿，过去 5 年复合增速约 13%，是规模增长最为迅速的可选消费品类之一。从市场构成来看，黄金首饰占比 50%，其余为铂金/K 金、钻石/珠宝镶嵌、翡翠玉石、珍珠等其他饰品，我们预计钻石及钻石镶嵌饰品的零售规模 1500-1600 亿左右。随着海外生产商钻石文化的导入，钻石消费已成为刚性需求，是情侣、结婚、周年纪念的重要消费部分，婚庆相关销售占 70%。随着人们收入提升，钻石从原来的“一颗永流传”普及到重复消费，从消费总额、人均珠宝消费的国际比较，钻石市场还有很大增长空间。

图表1 国内黄金珠宝零售额及增速



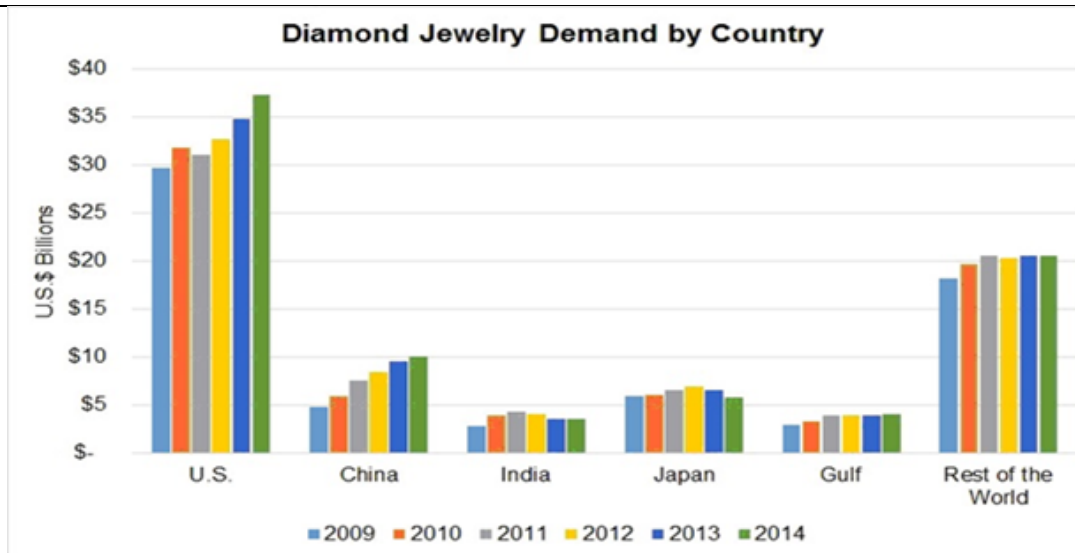
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 上海钻交所交易规模及增速



资料来源: 上海钻交所、平安证券研究所

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



资料来源: 戴比尔斯钻石行业研究报告, 平安证券研究所

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额为 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。

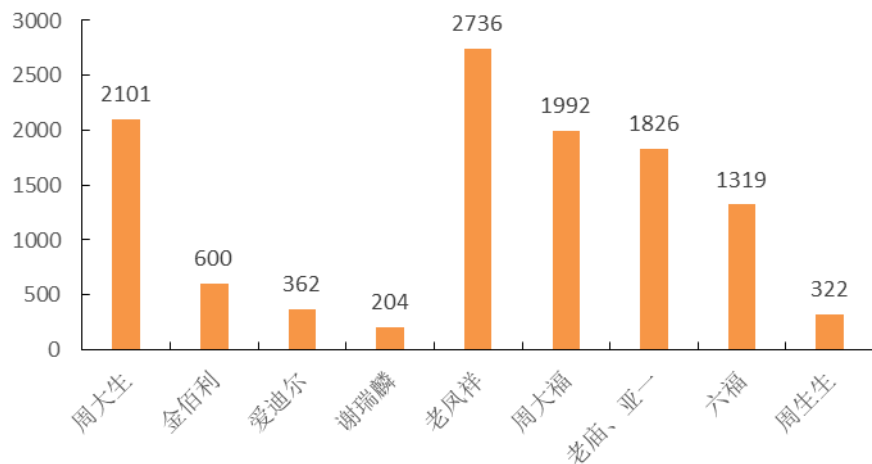
图表4 主要珠宝企业业务模式、主导产品和覆盖区域

品牌		主要业务模式	主导产品	主要覆盖区域
高端品牌	卡地亚、蒂凡尼、宝格丽	自营	钻石首饰	一线城市，极少数二线城市
	周大福	自营、加盟	黄金首饰	一线、二线城市
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		
中端品牌	周大生	自营、加盟	钻石首饰	二线、三线城市
	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。

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表5 主要珠宝企业（主打黄金/钻石）门店数量



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

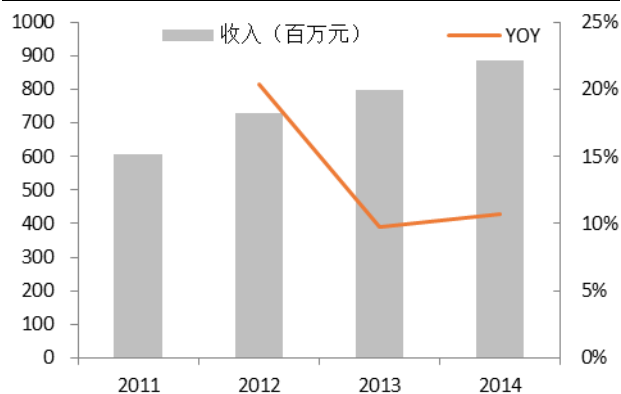
二、 依托加盟模式快速扩张， 品牌/渠道增长潜力大

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,截至今年上半年共有 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品牌珠宝企业中排在第三位。

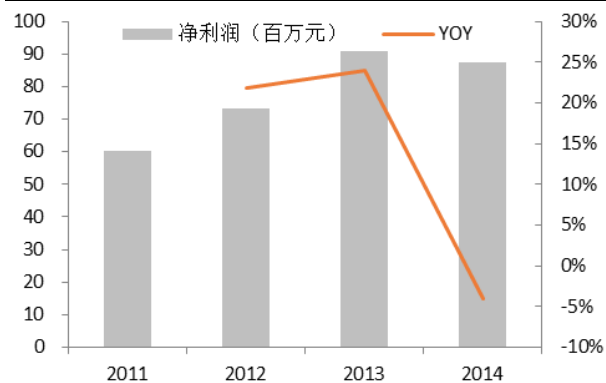
公司作为市场规模领先,且唯一上市的钻石珠宝零售企业,我们认为核心优势和成功因素:1) 进入市场早,周大福、周生生、六福等香港龙头公司的主战场在一二线,黄金为主,公司从二三线城市起步,占据一定先发优势;2) 钻石品类需求成长快速,相比周大福、老凤祥等主打黄金的品牌,基于钻石首饰建立品牌具备差异化优势;3) 仅 2 家直营门店,资金负担小,加盟/经销模式快速拓展门店、提升规模;4) 经销商共赢战略:核心加盟商持公司股份,低批发折扣,针对优质加盟商给予 2-3 月信用账期,管理、品牌文化输出和经销商管控较为到位。

图表6 公司历年收入及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 公司历年净利润及增速



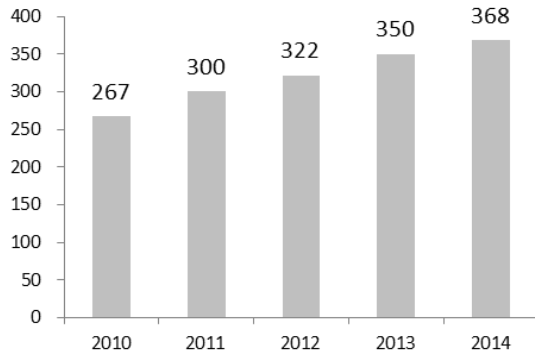
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 依托加盟快速扩张， 加盟商回报水平合理

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加。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。

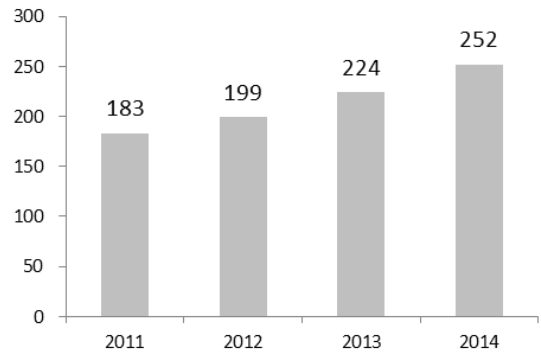
百货是钻石珠宝的主要销售渠道,公司百货专柜单店投入(包括装修、铺货)在 200 万左右,专卖店和购物中心店需 300-500 万。我们测算在零售环节 40%-50%毛利率,25%渠道扣点率,一年周转一次假设下,加盟商净利率水平在 10%以上。针对加盟商的展店和季节性备货需求,公司给予优质/长期加盟商 2-3 个月账期,缓解了产业链资金压力。

图表8 公司加盟门店数量快速增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 公司加盟商数量达 252 家



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 不同类型门店的初始投入

	选址	面积 (平方米)	租金结算方式	存货投入 (万元)	装修投入 (万元)
专卖店	购物中心或独立店	200-1000	租金或租金+扣点	400	80
百货专柜店	中高端百货	100-200	扣点	200	30

资料来源: 公司调研, 平安证券研究所整理

在保证加盟商合理的回报水平基础上, 公司注重品牌建设、加盟商培训和文化输出。每年都推出具有品牌灵魂的系列产品, 做好企业、品牌和产品文化的逐层传导和培训 (一年至少三次培训), 建立了 40 多人的督导队伍, 加强加盟门店指导和服务。

公司于今年开始在加盟门店推广 ERP 系统, 目前已覆盖 40% 门店, 预计年内实现 100% 覆盖。销售管理系统有利于管控产品质量和价格一致性, 同时通过经营数据和客户数据分析, 解析客户需求, 指导上游设计和货品采购, 是实现精细化管理、提高单产的重要手段。

2.3 品牌、渠道内生增长潜力大, 供应链金融和并购业务添彩

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。

公司日前与国内领先的移动互联网金融服务集团中投国泰合作成立北京爱迪尔金融信息服务有限公司 (公司持股 25%), 涉足针对珠宝供应链的 P2P 业务, 预计年内实现 1 个亿放款额, 利差 3-4 个点。资金瓶颈是制约行业零售渠道扩张的重要因素, 中小珠宝加盟商很难从传统银行渠道获得融资, 这也是互联网金融企业纷纷向珠宝行业渗透的原因。品牌珠宝企业不仅具有丰富的上下游客户资源和经销商经营数据, 能够实现有效的风险管控, 而且针对下游加盟商的放款能够直接拉动公司销售收入。我们预计 1 个亿的 P2P 业务能够给公司带来 2000-3000 万的毛利额贡献。

今年 6 月, 公司与昆吾九鼎投资管理有限公司合资成立并购基金, 拟出资 3 亿元, 基金规模 10 亿元。该基金将整合各方面的资源优势, 为公司未来发展储备符合公司发展战略的并购标的, 加快公司产业链上中下游布局。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。

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率很低，无论批发还是零售环节都有整合空间。

公司深耕钻石镶嵌珠宝领域，在品牌、设计方面形成了一定优势，依托加盟模式门店数量居同业第三位。目前优势区域西南、华中等门店还可加密，非优势区域扩张潜力大，门店精细化管理、单产也有提升空间。公司计划未来三年保持每年 100 家左右的新店扩张速度，同时利用上市资本优势，加大品牌投入、收购/整合中小品牌和渠道实现跨越式增长。公司股权激励到位，**高管及战投全额现金参与定增（1500 万股，规模 6 亿元，价格 39.96 元/股，锁定期 3 年）**，体现了对公司长远发展的信心。

我们预计公司 2015-17 年收入增速分别为 8%、12%、14%，净利润增速 3.1%、19.6%、18.1%，EPS 分别为 0.90、1.08、1.27 元（定增摊薄前），目前价格对应 PE=48X、40X、34X。中长期来看公司内生成长和行业整合的空间较大，是黄金珠宝行业值得介入的标的，**首次覆盖给予“推荐”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。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	805	1027	1143	1292
现金	269	437	483	541
应收账款	180	191	214	244
其他应收款	2	5	5	6
预付账款	10	15	17	19
存货	336	371	416	473
其他流动资产	8	8	8	8
非流动资产	38	63	68	64
长期投资	0	0	0	0
固定资产	30	36	41	36
无形资产	3	3	3	3
其他非流动资产	4	25	24	24
资产总计	843	1090	1211	1356
流动负债	305	102	116	132
短期借款	190	0	0	0
应付账款	73	74	83	95
其他流动负债	42	28	32	38
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	3	4
负债合计	306	103	117	134
少数股东权益	0	0	0	0
股本	75	100	100	100
资本公积	87	422	422	422
留存收益	375	465	572	700
归属母公司股东权益	537	987	1095	1222
负债和股东权益	843	1090	1211	1356

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-40	48	56	58
净利润	87	90	108	127
折旧摊销	5	18	5	5
财务费用	13	8	2	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-157	-67	-56	-74
其他经营现金流	11	-1	-2	4
投资活动现金流	-3	-44	-10	0
资本支出	0	-44	-10	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-3	0	0	0
筹资活动现金流	38	163	0	0
短期借款	190	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	0	335	0	0
其他筹资现金流	-152	-197	0	0
现金净增加额	-6	168	46	58

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	885	956	1070	1220
营业成本	686	742	831	947
营业税金及附加	4	5	5	6
营业费用	43	59	64	73
管理费用	19	23	25	29
财务费用	13	8	2	-4
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	2	3
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	116	119	143	169
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	0	1	2	3
利润总额	119	123	148	175
所得税	31	32	38	45
净利润	87	90	108	127
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	87	90	108	127
EBITDA	116	119	143	169
EPS (元)	1.16	0.90	1.08	1.27

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	10.8	8.0	12.0	14.0
营业利润(%)	-2.5	2.2	20.1	18.5
归属于母公司净利润(%)	-4.0	3.1	19.6	18.1
获利能力				
毛利率(%)	22.5	22.3	22.3	22.4
净利率(%)	9.9	9.4	10.1	10.4
ROE(%)	16.3	9.1	9.8	10.4
ROIC(%)				
偿债能力				
资产负债率(%)	36.3	9.5	9.6	9.9
净负债比率(%)	-14.7	-44.2	-44.1	-44.3
流动比率	2.64	10.05	9.89	9.76
速动比率	1.54	6.42	6.30	9.76
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.0	0.9	1.0
应收账款周转率	6.5	5.1	5.3	5.3
应付账款周转率	14.3	13.0	13.6	13.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.90	1.08	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.5	0.5	0.6	0.6
每股净资产(最新摊薄)	7.2	9.9	10.9	12.2
估值比率				
P/E	37.2	48.0	40.1	34.0
P/B	8.1	4.4	4.0	3.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033