

迪阿股份 (301177)

“一生只爱一人”，竞争激烈的珠宝行业中，迪阿如何塑造品牌竞争力？

投资评级（暂无）

2021 年 12 月 08 日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 谭志千

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,464	4,762	6,780	8,680
同比（%）	48.06%	93.21%	42.39%	28.02%
归母净利润（百万元）	563	1,372	1,919	2,461
同比（%）	113.44%	143.57%	39.85%	28.27%
每股收益（元/股）	1.56	3.43	4.80	6.15
P/E（倍）	-	34.08	24.37	19.00

投资要点

■ **迪阿股份凭借旗下 DR 品牌的“一生只送一人”标签迅速出圈：**迪阿是一家珠宝品牌公司，旗下品牌 DR 聚焦婚恋人群，提供定制化的高品质的求婚钻戒、结婚对戒等钻石镶嵌饰品。凭借“一生只送一人”创新理念与定制的业务模式实现迅速发展，树立独特品牌形象深入人心。2021 年前三季度，公司实现收入 34.1 亿元，实现归母净利润 9.9 亿元，截至 2021 年上半年，公司共有门店 375 家。

■ **品牌文化：独创“一生只送一人”购买规则凸显“唯一”特质，形成独有品牌文化壁垒且难以复制。**DR 品牌独创“男士一生只能定制一枚”购买规则，以绑定身份证的方式进行购买资格限制，将品牌与“一生、唯一、真爱”等情感内涵融合，与竞品形成有效区隔。专一契约契合了人们在婚恋关系中对于安全感的渴求，一枚 DR 钻戒既代表男生过去没有为别的女生买过，未来也将不会为其他女生买。同时，随着 DR 多年来持续强化其品牌理念，率先抢占消费者认知，被复制替代的难度较高，品牌文化壁垒具有一定可持续性。

■ **增值服务：多仪式策划加大与消费者的互动，提升转化率，增强品牌粘性。**男士首次购钻时将签署“一生只送一人”购买须知，并将身份证放于“真爱勇气石板”上查验。在 DR 真爱墙的见证下，婚恋双方签署真爱协议郑重许下承诺。此外，DR 线下门店设有求婚区并配有婚策师，可以帮助策划配有真爱问答互动等环节的甜蜜购钻过程、门店协办的浪漫求婚仪式乃至婚礼。通过这些丰富的服务体验，DR 进一步满足了消费者的情感需求，并强化了 DR 独特的品牌形象。

■ **品牌营销：名人代言+影视植入推广品牌理念，小红书微博短视频等多平台宣传不断加深互动转化。**公司邀请诸多演艺/体育/电竞圈名人选择 DR 作为求婚戒指。一对对名人爱侣的选择提升了品牌知名度，也强化了品牌的真爱内核。公司深谙 95 后的兴趣点，在线上社交媒体能够很好地发起话题性讨论。截至 2021 年 9 月，DR 品牌在微博、微信、抖音、快手等各大知名互联网平台拥有粉丝超过 2000 万，显著高于同业。在微博、B 站、小红书等社交平台，DR 巧妙利用各平台属性，通过自制内容、粉丝共创、KOL 宣传等形式实现良好传播效果。

■ **盈利预测与投资评级：**迪阿股份是一家独特的品牌内涵的珠宝公司，较高的品牌认知度，较深的品牌壁垒，有出色的营销能力和盈利能力，未来上市后我们预计公司将进一步下沉铺店，收入利润有望实现高增，我们预计公司 2021-23 年将实现归母净利润 13.7 亿元/19.2 亿元/24.6 亿元，同比增速 144%/40%/28%，公司发行价为 116.88 元，发行价对应 2021-23 年 PE 分别为 34/24/19 倍，建议积极关注。

■ **风险提示：**身份信息泄露，婚恋钻饰需求下降，市场竞争加剧风险等。

市场数据

发行价(元)	116.88
一年最低/最高价	-
发行价对应市净率(倍)	20
流通 A 股市值(百万元)	-

基础数据

每股净资产(元)	5.9
资产负债率(%)	39.08
总股本(百万股)	360.00
流通 A 股(百万股)	-

内容目录

1. 前言：珠宝行业增长趋于稳定，在激烈的行业竞争下，品牌如何脱颖而出？	5
2. 行业：钻石饰品需求稳步提升，行业格局分散	5
2.1. 行业情况：黄金消费有一定周期性，钻石饰品需求稳步提升	5
2.2. 行业整体集中度较低，在激烈的竞争下，好品牌均拥有突围机会	8
2.3. 国内珠宝行业主要玩家：海外品牌主要走奢侈品路线，本土品牌以品牌力和渠道构筑竞争壁垒	9
3. 迪阿股份：“一生只送一人”的定制婚恋钻饰品牌凭借与“唯一”的高度绑定成功出圈	10
3.1. 公司情况：聚焦婚恋人群的新锐定制钻饰的品牌，名声鹊起规模初具	10
3.2. 品牌文化：率先使用“男士绑定身份证，一生只能购买一枚”规则，将品牌与“唯一真爱”绑定，提前抢占消费者认知	12
3.3. 增值服务：不断加大与消费者的互动，提升转化率，增强品牌粘性	14
3.4. 品牌营销：名人代言+影视植入推广品牌理念，小红书微博短视频等多平台宣传矩阵凝聚众多粉丝	15
3.5. 产品基础：优雅多元设计维系品牌调性，产品定制模式凸显品牌内涵	19
3.6. 运营模式：定制模式下轻资产运营，公司保持健康的现金流	22
3.7. 渠道保障：自营模式统一品牌形象，线上线下融合提升购物体验	24
3.8. 公司治理：股权结构集中，管理层稳定且经验丰富	26
3.9. 财务指标：产品高溢价带来高毛利率，盈利能力行业领先	28
3.10. 募投项目：建设渠道网络+信息化系统+研发设计中心	29
4. 盈利预测和投资建议	32
4.1. 盈利预测	32
4.2. 投资建议	33
5. 风险提示	33

图表目录

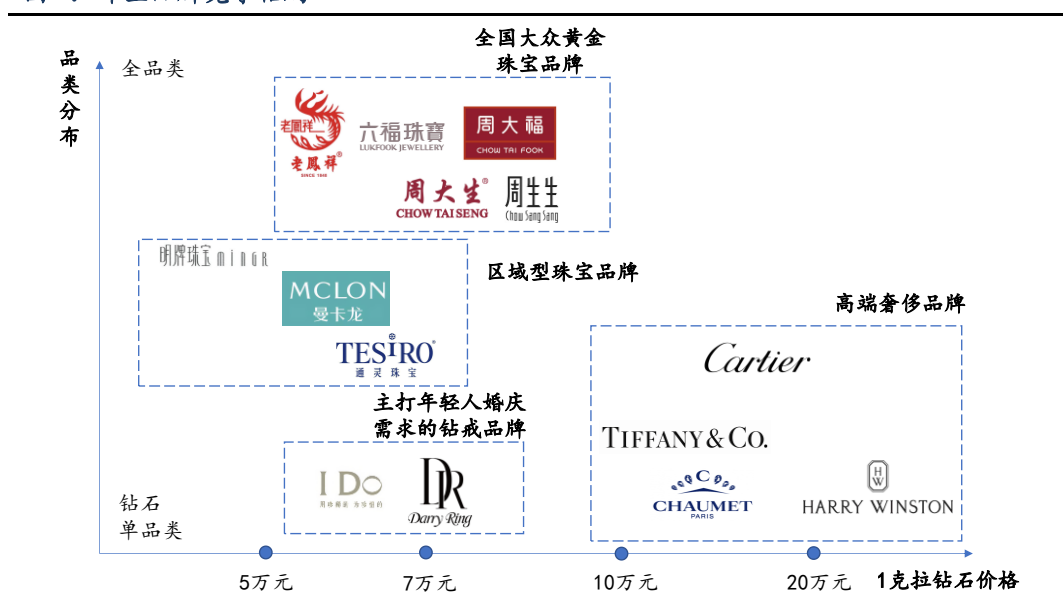
图 1: 珠宝品牌竞争格局	5
图 2: 2013-2020 年我国钻石饰品需求及增速	6
图 3: 2009-2020 年我国黄金首饰消费量	6
图 4: 2019 年全球钻石饰品需求分布	6
图 5: 2020 年 2 月以来各月限额以上金银珠宝类零售额当月同比变动更新	7
图 6: 2020 年中国钻石零售市场各季度销售额 yoy	7
图 7: 2018 年中、美、日三国人均钻石珠宝需求 (美元/人)	7
图 8: 2014-2020 年我国居民人均可支配收入持续提升	8
图 9: 2016 年我国各级城市钻石饰品渗透率 (零售额口径)	8
图 10: 2020 年我国珠宝行业市占率情况 (零售额口径)	8
图 11: 2017 年中国钻石消费年龄分布	9
图 12: 2018-2021H1 迪阿股份各年龄段收入比重	9
图 13: 2018-2021H1 营业总收入保持高速增长	11
图 14: 2020 年起公司归母净利润大幅增长	11
图 15: 2018-2021H1 公司主要产品收入及增速	12
图 16: 2018-2021H1 公司分产品主营业务收入结构	12
图 17: DR 产品购买规则	13
图 18: 男士凭身份证一生仅能定制一枚 DR 求婚钻戒	14
图 19: 收到 DR 钻戒的女生在朋友圈分享“一生爱一人”的专属浪漫	14
图 20: DR 购买须知与真爱协议	15
图 21: DR 浪漫求婚策划服务	15
图 22: 朗朗吉娜相关代言话题在社交平台引起极高热度	16
图 23: 诸多演艺/体育/电竞圈名人选择 DR 见证爱情	16
图 24: DR 钻戒宣传植入任嘉伦主演电视剧《不说再见》	16
图 25: DR 宣传植入张艺兴主演电视剧《求婚大作战》	16
图 26: 2020-2021 年初 DR 各主要线上平台粉丝数 (万粉丝)	17
图 27: 公司微博及抖音平台粉丝数远高于可比公司	17
图 28: 公司微博及抖音平台相关最热话题阅读量远高于可比公司	17
图 29: DR 品牌公众号通过分享真爱故事、与粉丝互动共创等方式维持、拓展粉丝	18
图 30: 微博#我是 dr 族#话题已积累较高热度	18
图 31: B 站 UP 主 DR 相关视频播放破 200 万次	18
图 32: 2020 年 DR 各渠道推广费用 (百万元) 及占比	19
图 33: 2020 年短视频平台播放量同比大幅增长	19
图 34: DR 抖音平台不乏高热度短视频内容	19
图 35: DR 部分产品系列名称、款式及寓意	20
图 36: 2018-2021H1 公司新增产品款式数 (款)	20
图 37: 2018-2021H1 公司销售收入按款式来源分类结构	20
图 38: DR 2021 年上半年售出求婚钻戒产品 4C 属性等级分布	21
图 39: 2018-2021H1 公司主要产品量价情况	22
图 40: 2018-2021H1 公司求婚钻戒价格区间分布	22
图 41: 2018-2021H1 公司求婚钻戒毛利率变动	22
图 42: 2018-2021H1 公司结婚对戒毛利率变动	22

图 43: DR 定制化服务全流程示意图	23
图 44: 2018-2021Q3 公司净利润及经营性现金流净额	23
图 45: 2017-2021H1 公司线下各渠道门店数	24
图 46: 公司 2018-2021H1 净新增门店数	24
图 47: 公司部分真爱体验店形象	25
图 48: 2018-2021H1 公司线下店均年收入	25
图 49: 2018-2021H1 公司线下门店月坪效	25
图 50: 2018-2021H1 公司线下各渠道收入及直营收入占比	26
图 51: 2018-2021H1 公司线下分渠道毛利率	26
图 52: 2018-2021H1 公司线上收入及占比	26
图 53: 2018-2021H1 公司线上各平台收入占比	26
图 54: 公司股权架构（发行前）	27
图 55: 2018-2021Q3 可比公司毛利率对比	28
图 56: 2018-2021Q3 可比公司销售费用率对比	28
图 57: 2018-2021Q3 可比公司管理费用率对比	29
图 58: 2018-2021Q3 可比公司净利率对比	29
图 59: 信息化系统建设项目内容	31
图 60: 公司钻石珠宝研发创意设计中心建设项目具体投资金额（万元）及比例（%）	31
表 1: 主要品牌核心指标对比	10
表 2: DR 在婚恋饰品领域树立了独特的品牌内涵	12
表 3: DR 同行业可比公司一般以现货销售为主	23
表 4: 公司部分主要管理人员概览（截至 2021 年 9 月 30 日）	27
表 5: 公司募集资金投资项目安排	29
表 6: 项目实施主体介绍	30
表 7: 2021-2023 年收入毛利拆分预测（百万元）	32
表 8: 可比公司估值表	33

1. 前言：珠宝行业增长趋于稳定，在激烈的行业竞争下，品牌如何脱颖而出？

自 2015 年以来，我国钻饰市场增速趋于稳定，行业里面已经形成了稳定的品牌竞争格局，如定位高端奢侈品路线的 HW，Tiffany 和卡地亚等，面向全国区域的大众黄金珠宝品牌周大福，老凤祥和周大生，主打年轻人婚庆需求的钻戒品牌 DR，I DO 等，以及区域型珠宝品牌明牌珠宝，曼卡龙等。各个年龄层次，消费层级，场景需求都有成熟的品牌占据了一席之地。如何在这么多品牌中成功出圈，塑造品牌力，获得消费者的认同，是本文重点探讨的问题。

图 1：珠宝品牌竞争格局



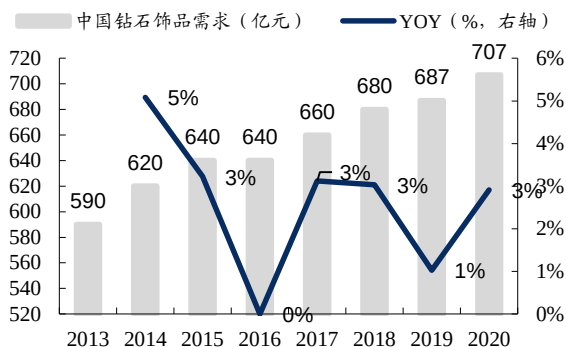
数据来源：各公司官网，京东，东吴证券研究所

2. 行业：钻石饰品需求稳步提升，行业格局分散

2.1. 行业情况：黄金消费有一定周期性，钻石饰品需求稳步提升

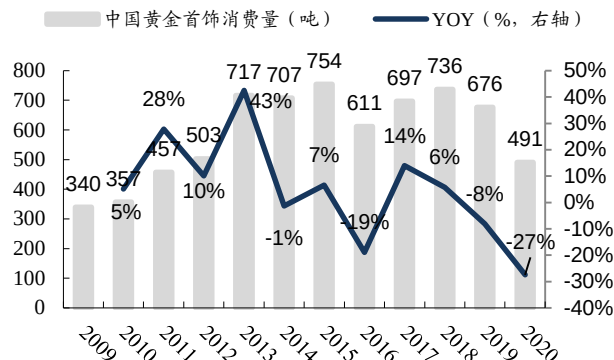
钻石饰品需求稳步提升，中国已成为全球第二大市场。根据戴比尔斯的统计，我国钻石饰品需求量逐年上升，至 2020 年已达到 707 亿元；2019 年全球钻石饰品需求分布中，中国市场占比 13%，已成为全球第二大钻饰市场。对比黄金首饰消费市场，受到疫情及 2019 年下半年金价攀升等因素影响，国内黄金消费疲软。我国黄金首饰消费量增速自 2017 年以来持续下滑，且自 2019 年起呈现负增长，2020 年我国黄金首饰消费量为 491 吨，同比减少 27%。

图 2：2013-2020 年我国钻石饰品需求及增速



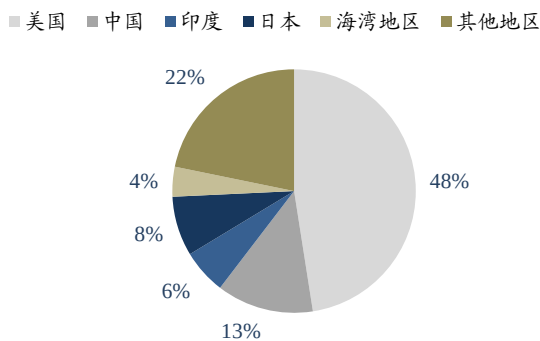
数据来源：De Beers, 东吴证券研究所

图 3：2009-2020 年我国黄金首饰消费量



数据来源：中国黄金协会, 东吴证券研究所

图 4：2019 年全球钻石饰品需求分布

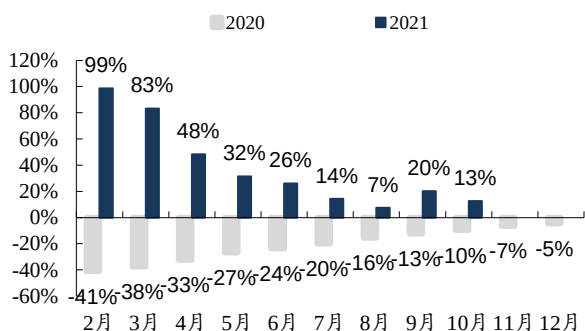


数据来源：De Beers, 东吴证券研究所

注：2020 年全球需求受疫情有一定影响，故 2019 年数据更有参考价值

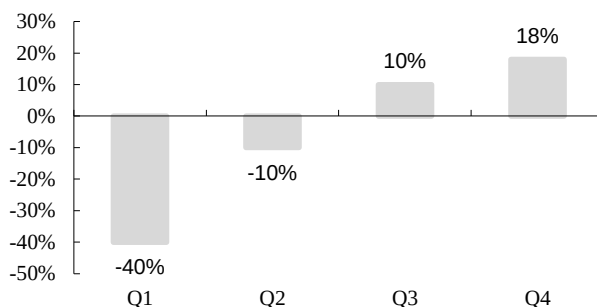
疫情冲击过后需求回暖，钻饰市场正重回稳步成长轨道。根据贝恩咨询数据，伴随疫情缓和与终端需求释放，2020 年三/四季度国内钻石饰品销售额同比增速已经由负转正，分别达到 10%/18%。2020 年全年我国钻石饰品零售总额同比下降约 6%，相较全球钻石饰品市场零售额 16% 的降幅显示出了较强的韧性。而 2021 年上半年，上海钻石交易所数据显示成品钻进口额已达到 15.76 亿美元，超过 2020 年全年进口额，较 2019 年同期增长 49.24%。上海钻交所预测 2021 全年钻石进口将大幅超过 2019 年，接近或超过 2018 年 27.4 亿美元的历史高点。

图 5：2020 年 2 月以来各月限额以上金银珠宝类零售额当月同比变动更新



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

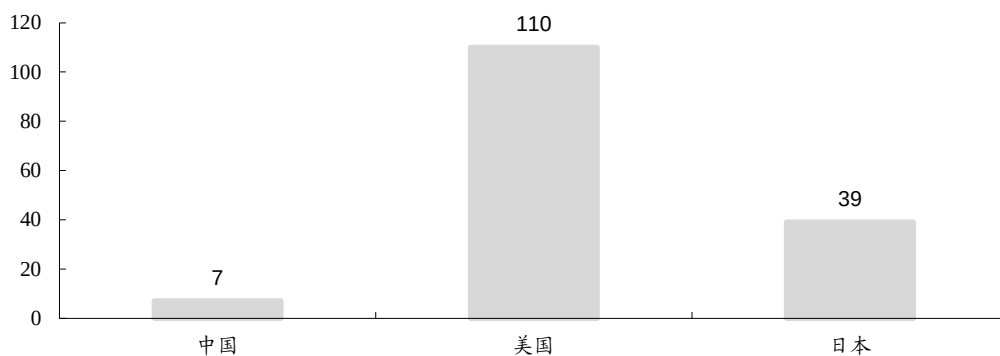
图 6：2020 年中国钻石零售市场各季度销售额 yoy



数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

我国钻饰市场渗透率（零售额口径）仍处于较低水平，未来仍有广阔空间。根据戴比尔斯数据，我国婚庆钻饰渗透率（零售额口径）不断上升，从 2005 年的 31% 上升至 2017 年的 47% 并将继续保持上升趋势。然而相较于同期美国超过 70% 和日本近 60% 的渗透率，渗透率仍有较大提升空间。根据戴比尔斯和世界银行数据统计，2018 年美国人均钻石珠宝需求为 110 美元/人，日本为 39 美元/人，中国仅为 7 美元/人。相比发达国家，我国的人均钻石需求仍有较大的增长空间。

图 7：2018 年中、美、日三国人均钻石珠宝需求（美元/人）



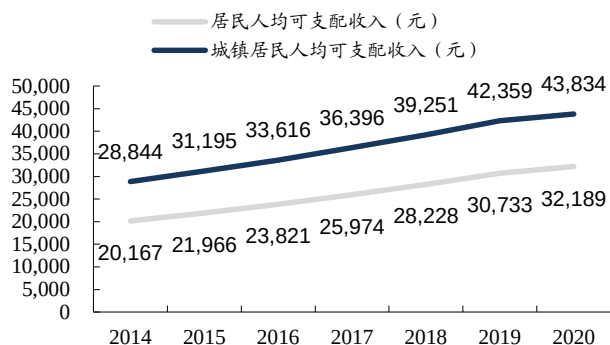
数据来源：De Beers，世界银行，东吴证券研究所

驱动一：消费升级趋势持续：2020 年我国居民人均可支配收入较 2014 年提升 60%，伴随收入增长，消费升级是一个自然的趋势，人们在婚恋等人生重大场合对珠宝首饰的消费能力和消费意愿随之提升，或将拉动婚恋钻饰市场零售额渗透率及客单价提升。

驱动二：钻饰偏好有望增强：相较黄金类首饰的深厚文化根基，钻饰文化在我国起步较晚。然而伴随着知名品牌消费者教育的不断推进，钻饰凭借其璀璨、纯净、坚固、永恒等与婚姻爱情紧密相关的独特内涵与美观性已经受到越来越多消费者的偏好。

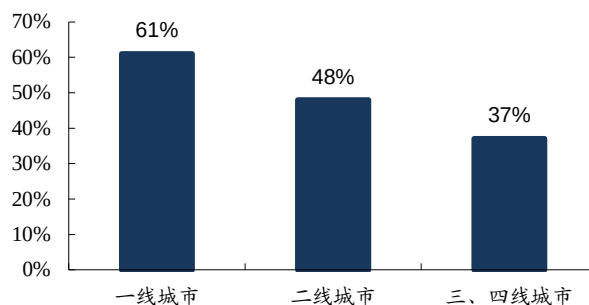
从消费年龄结构来看，对钻饰文化认同度更高的 Z 世代正逐渐步入婚姻殿堂成为消费主力，在求婚仪式与新式婚礼等场景中，人们对钻戒的热衷度不断提高。从消费区域结构来看，随着二三四线城市经济的持续崛起与新婚恋消费观念的传播，其钻饰需求具备较大提升潜力。

图 8：2014-2020 年我国居民人均可支配收入持续提升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 9：2016 年我国各级城市钻石饰品渗透率（零售额口径）

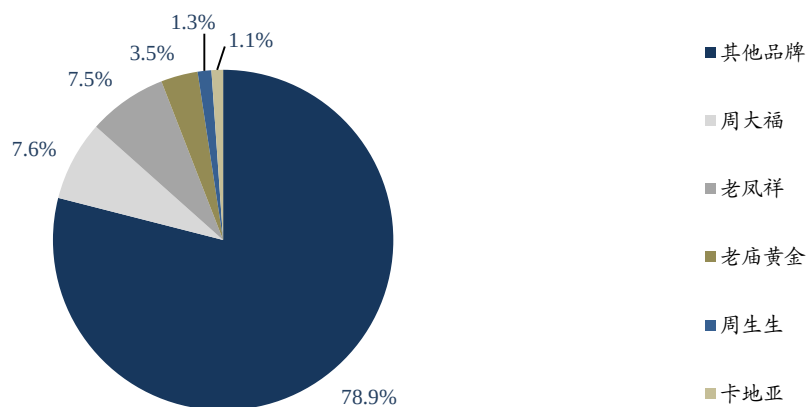


数据来源：世界黄金协会，东吴证券研究所

2.2. 行业整体集中度较低，在激烈的竞争下，好品牌均拥有突围机会

当前行业整体集中度较低，广阔市场中 DR 品牌将大有可为。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国珠宝行业 CR5 零售额口径市占率约为 21%，头部品牌并未形成绝对龙头，新锐品牌仍有较大成长空间。

图 10：2020 年我国珠宝行业市占率情况（零售额口径）



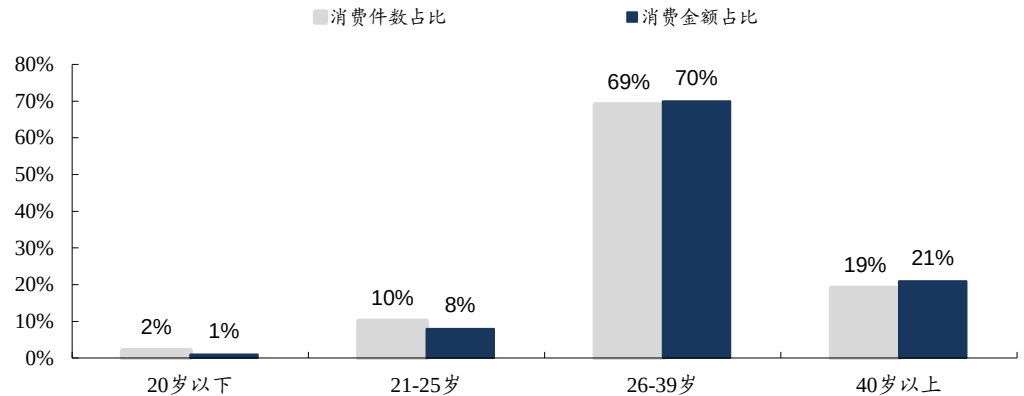
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

注：周大生金类业务仅计服务费而非零售的实际销售额，因而其 Euromonitor 统计下市占率与实际有所差别。据周大生 2020 年年报援引中宝协出具的证明，周大生品牌市场占有率在境内珠宝首饰市场排名前三。

千禧一代成为钻石饰品的消费主力，“年轻千禧一代”正步入主场，消费行为变化给新兴珠宝品牌崛起带来机遇。根据戴比尔斯发布的《2017 钻石行业洞察报告》，我国 26-39 岁的“老千禧一代”和 21-25 岁的“年轻千禧一代”钻石珠宝消费件数分别占整

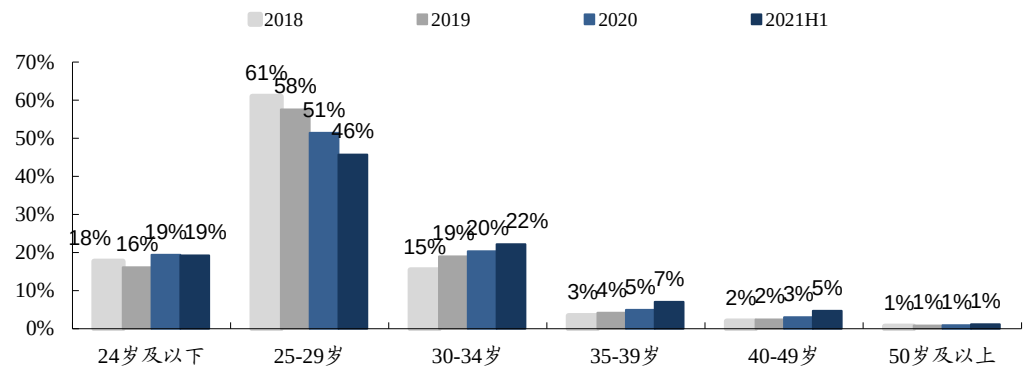
体市场的 69%/10%，消费金额分别占 70%/8%。国家统计局数据显示，我国未来较长一段时间内适婚年龄人口基数仍将维持在较高水平，年轻千禧一代逐步达到婚恋高峰年龄，其市场份额贡献有望进一步提高。而在消费行为上，年轻千禧一代更注重自我表达需求及情感需求的满足，积极拥抱新兴事物，容易被种草，消费行为变化为给新兴珠宝品牌崛起带来机遇。

图 11: 2017 年中国钻石消费年龄分布



数据来源：De beers，东吴证券研究所

图 12: 2018-2021H1 迪阿股份各年龄段收入比重



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.3. 国内珠宝行业主要玩家：海外品牌主要走奢侈品路线，本土品牌以品牌力和渠道构筑竞争壁垒

珠宝首饰行业品牌定位清晰，产品力及渠道构筑竞争壁垒。珠宝首饰行业参与者大致可以分为 4 类：奢侈品牌、大众品牌、婚恋品牌、区域品牌。Tiffany 等奢侈品牌具备长期品牌价值沉淀，其珠宝价格通常高于市场主流品牌，以产品稀缺性实现品牌价值最大化，门店大多精准布局核心城市高端商场。周大生、周大福、老凤祥等大众

品牌布局全品类珠宝，消费层级覆盖齐全，1 克拉钻戒的平均价格带为 6-15 万元，主打实用性、美观性。大众品牌线下渠道大多以跑马圈地的形式，广泛布局于各大城市，门店数量增长较快。DR（迪阿股份）、I Do（恒信玺利旗下品牌）等婚恋品牌针对婚庆需求，以丰富的情感营销精准把握消费者心理，实现品牌高溢价。曼卡龙等区域品牌立足小范围地区并向全国拓展，其规模较小，但在特定区域内具备较高知名度及美誉度。

表 1：主要品牌核心指标对比

	2020 年收入 (亿元)	2020 年归母净 利润(亿元)	门店数(截 至 2021H1)	主要品类	价格带(1 克 拉钻戒)	品牌定位
Tiffany	305.24*	37.33*	约 330	镶嵌	10-30 万元	高端奢侈品牌
迪阿股份	24.65	5.63	375	镶嵌	7-20 万元	专注求婚钻戒、传播浪漫真爱文化的珠宝品牌
恒信玺利	17.57	1.06	717	镶嵌	5-15 万元	充分满足情感表达需求的婚戒典范
周大生	50.84	10.13	4357*	全品类	6-15 万元	全国中高端主流市场珠宝领先品牌
周大福	517.22*	20.72*	5214*	全品类	6-15 万元	“真诚永恒”为核心的珠宝领先品牌
老凤祥	504.82	25.81	4450*	全品类	5-20 万元	中国珠宝首饰业“最有价值品牌”
曼卡龙	8.09	0.64	181	素金为主	7-15 万元	定位于都市时尚女性“每一天的珠宝”

数据来源：公司公告，时尚商业，东吴证券研究所

注：（1）Tiffany 数据为 FY2020 收入及净利润，收入及净利润按 2020 年港币兑人民币平均汇率（1 港币=0.88954 人民币）折算；（2）周大福数据为 FY2021 收入及归母净利润，收入及归母净利润按 2020 年美元兑人民币平均汇率（1 美元=6.8996 人民币）折算；（3）周大生、周大福门店数量为截至 2021Q3 数据，老凤祥门店数量为截至 2020 年末数据

3. 迪阿股份：“一生只送一人”的定制婚恋钻饰品牌凭借与“唯一”的高度绑定成功出圈

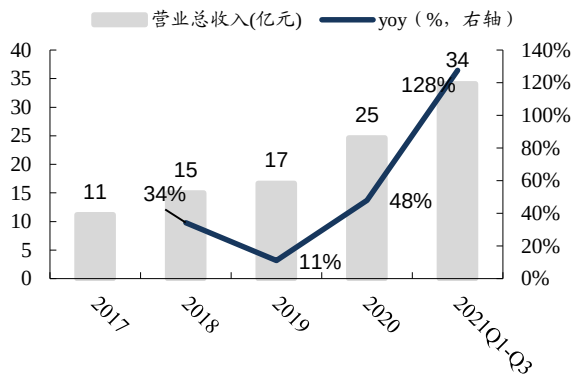
3.1. 公司情况：聚焦婚恋人群的新锐定制钻饰的品牌，名声鹊起规模初具

迪阿股份是一家聚焦婚恋人群的钻饰品牌公司，凭借“一生只送一人”的创新理念与定制+自营的业务模式实现迅速发展。DR 品牌（即 Darry Ring）聚焦婚恋人群，提供定制化的高品质的求婚钻戒、结婚对戒等钻石镶嵌饰品。品牌自 2011 年设立之初即坚持“男士一生仅能定制一枚”DR 求婚钻戒，传达“一生·唯一·真爱”的爱情观引起消费群体共鸣，树立独特品牌形象。2021 年前三季度，公司实现收入 34.1 亿元，实现归母净利润 9.9 亿元。截至 2021 上半年，公司共有门店 375 家，其中直营门店 345 家，主要分布在一线城市。2021 年 5 月，公司通过深交所拟于创业板 IPO 上市，

2021 年 10 月获证监会批复同意。

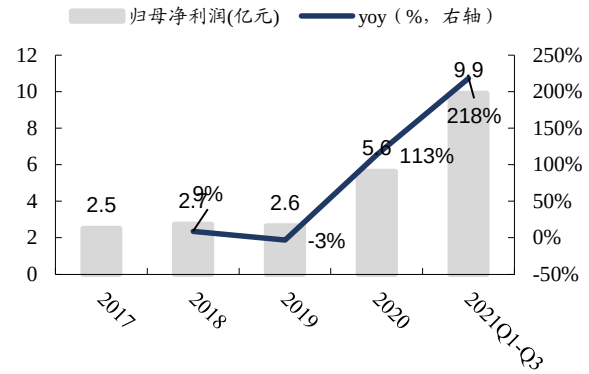
公司营业收入持续高速增长，2017-2020 年 CAGR 高达 30%，净利润 2020 年起开始放量。公司营业收入自 2018 年以来保持双位数增长，2018-2020 年 CAGR 高达 30%。2019 年由于移动互联网流量快速向短视频平台转移，公司对于该变动对品牌传播和运营的影响及应对措施等尚在持续探索中，营收增长有所放缓，叠加线下门店快速扩张带来销管费率抬升，盈利出现小幅波动。2020 年公司线下平均门店数量稳步上升、店均收入快速回升，线上投放渠道有所优化，品牌影响力持续扩大，公司实现收入 24.64 亿元，同比增长 48%；同时得益于良好的费用控制，公司实现归母净利润 5.63 亿元，同比增长 113%。2021 年良好经营势头持续，同时受 2020 年上半年基数较小影响，2021 前三季度公司营收/归母净利润分别实现同比 128%/218%的高速增长。

图 13: 2018-2021H1 营业总收入保持高速增长



数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

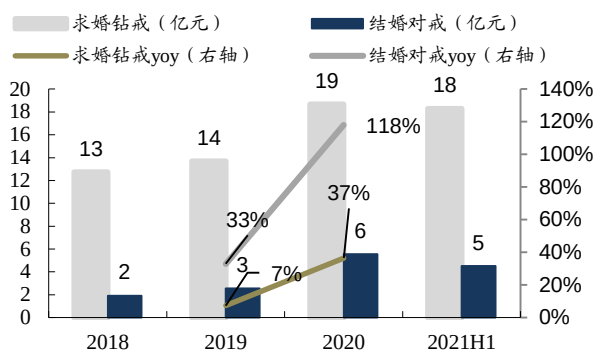
图 14: 2020 年起公司归母净利润大幅增长



数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

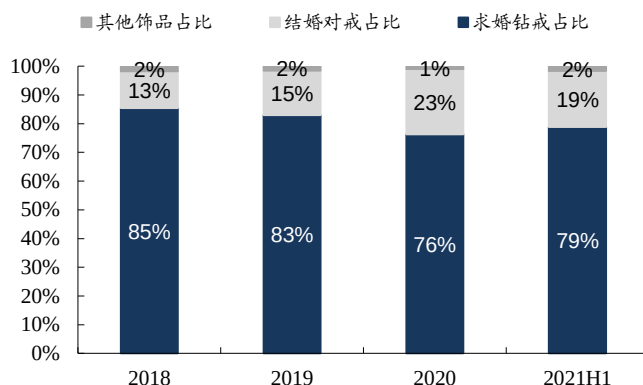
分产品看，求婚钻戒贡献主要收入利润，结婚对戒收入增势喜人。求婚钻戒为公司主要产品，凭借“男士一生仅能定制一枚”DR 求婚钻戒的创意理念，在细分市场已形成独特的市场影响力，2020 年求婚钻戒产品实现收入 18.68 亿元，同比增长 37%，2021 年上半年实现收入 18.30 亿元，占主营业务收入的 79%。伴随 2019 年下半年对结婚对戒中女戒的首次购买限制的开放，消费者需求得到进一步释放，公司结婚对戒收入 2019、2020 年分别同比增长 33%、118%，2021 年上半年实现收入 4.50 亿元，成为又一重要增长驱动。

图 15: 2018-2021H1 公司主要产品收入及增速



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 16: 2018-2021H1 公司分产品主营业务收入结构



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 品牌文化：率先使用“男士绑定身份证，一生只能购买一枚”规则，将品牌与“唯一真爱”绑定，提前抢占消费者认知

独创“一生只送一人”的购买规则凸显钻戒“唯一”的特质，形成独有的品牌文化壁垒且难以复制。有别于传统钻戒品牌仅用品牌口号、品牌故事及产品镌刻姓名服务来表现爱情的唯一性，DR 品牌独创“男士一生只能定制一枚 DR 钻戒”的购买规则，以绑定身份证的方式进行购买资格限制，逐渐将品牌与“一生 唯一 真爱”等情感内涵融为一体，与竞品形成了有效区隔。同时，随着 DR 多年来持续强化“男士一生仅能定制一枚”的品牌理念，其在消费者心中成为“一生 唯一 真爱”等概念的代名词，一旦率先抢占认知后，被复制替代的难度较高，品牌文化壁垒具有一定可持续性。

表 2: DR 在婚恋饰品领域树立了独特的品牌内涵

可比公司	情感内涵
恒信玺利	“I Do”——源自婚礼的誓言，代表着步入婚姻殿堂的爱侣对于爱情忠贞不渝的承诺，是最神圣的爱情宣言。一句“I Do”，婚戒滑入无名指，自此以爱为名，相守一生。
周大生	周大生坚持“爱”与“美”的品牌文化核心，采用全方位、立体式的品牌营销战略加强品牌宣传。
周六福	周六福以“缔造价值、传承真爱”作为品牌理念。其通过不同产品系列传达出多样的情感内涵，例如“甜宠海豚”系列以海豚元素为设计灵感，寓意爱情守护神的同时和品牌形象代言人张靓颖的“海豚公主”称号呼应。
莱绅通灵	Leysen 是欧洲著名的高端珠宝品牌，1855 年创立于比利时布鲁塞尔，因其非凡工艺与独特风格而备受欧洲皇室青睐，1967 年获得了比利时王室授予的“王室珠宝供应商”头衔。2017 年 4 月，通灵珠宝对 Leysen 进行战略投资，通灵珠宝正式升级为 Leysen 莱绅通灵，赋予其珠宝“王室珠宝 王室品位”的情感内涵。
曼卡龙	品牌定位于“每一天的珠宝”，打造都市时尚女性成为人群中的“每天·亮点”。公司将“年轻、轻奢、色彩、情感”的珠宝理念融入到产品创意中，聚焦于年轻消费群体，为顾客提供可以轻松拥有、具备轻奢时尚内涵的珠宝首饰。
迪阿股份	DR 求婚钻戒坚持“男士一生仅能定制一枚”，很好地契合了婚恋人群对于爱情专一性的追求，

使得 DR 求婚钻戒成为婚恋人群“一生·唯一·真爱”的见证。通过赋予 DR 求婚钻戒“唯一”的特质，DR 品牌逐渐在消费者心中形成了特有的品牌情感内涵。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

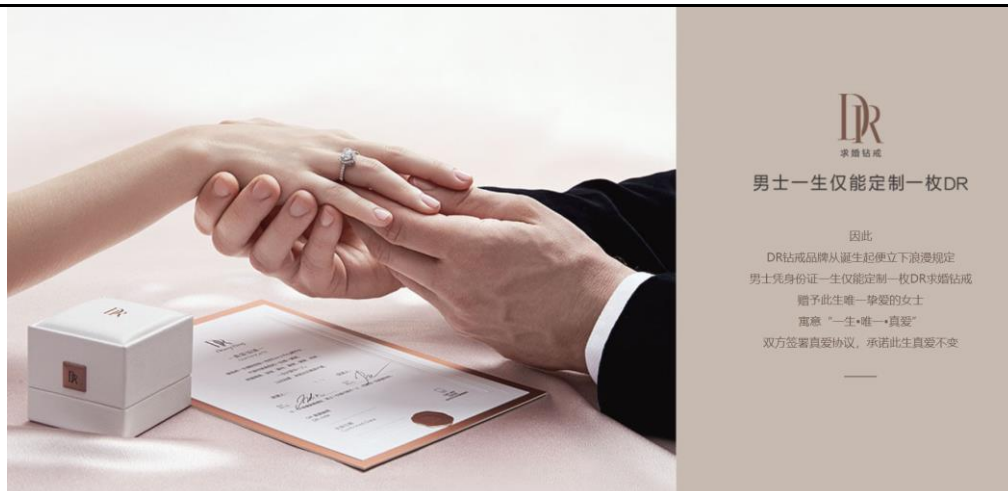
购买流程在不断强调唯一性：（1）**首次购买：**品牌将消费者身份证与受赠人信息进行绑定，严格限定男士凭有效身份信息一生仅能定制一枚 DR 求婚钻戒，赠予此生唯一挚爱的女子。每一枚 DR 钻戒绑定唯一真爱编码，官网查询验证姓名没有与之绑定的钻戒编码才可购买。（2）**复购服务：**此后复购 DR 产品时只能赠予同一位受赠人，并获赠显示双方姓名的“爱的确认书”，确认书内双方姓名根据首次购买登记的信息生成且不可更改。（3）**真爱查询：**DR 为每位追求真爱的恋人提供免费鉴证服务，全球均可进行真爱查询。

图 17：DR 产品购买规则



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 18: 男士凭身份证一生仅能定制一枚 DR 求婚钻戒



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

专一契约契合了人们在婚恋关系中对于安全感的渴求，一枚 DR 钻戒既代表男生过去没有为别的女生买过，未来也将不会为其他女生买，由此形成独特品牌情感内涵有效吸引消费者。新一代情侣对婚姻爱情的安全感愈发重视，DR 品牌抓住这一心理需求，通过“一生送一人”的独特品牌契约有效传达“一生爱一人”的爱情观，由于 DR 独特的购买规则，收到 DR 求婚钻戒就代表着求婚者此前不曾为别人购买 DR 求婚钻戒，此后也愿意接受只为自己一人购买 DR 产品的限制，契合了婚恋人群渴望专一爱情的核心诉求。因而购买 DR 钻戒不仅是出于审美愉悦的选择，更是对爱侣“一生一世、一心一意”的庄重承诺。特有的品牌情感内涵构成 DR 独有的品牌竞争力。

图 19: 收到 DR 钻戒的女生在朋友圈分享“一生爱一人”的专属浪漫



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

3.3. 增值服务：不断加大与消费者的互动，提升转化率，增强品牌粘性

系列增值服务营造婚恋仪式感，强化了品牌内涵和消费者的情感满足。男士首次

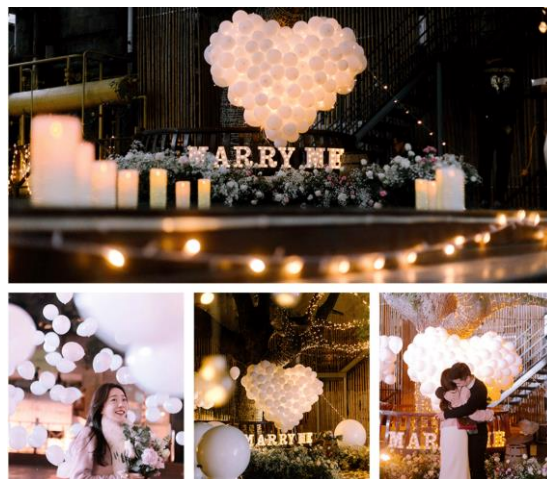
购钻时，将签署确认“一生只送一人”的购买须知，并将身份证放于“真爱勇气石板”上查验。在 DR 真爱墙的见证下，婚恋双方签署真爱协议郑重许下一生一世的承诺。此外，DR 线下门店设有求婚区并配有婚策师，可以帮助策划配有真爱问答互动等环节的甜蜜购钻过程、门店协办的浪漫求婚仪式乃至婚礼。通过这些丰富的服务体验，DR 进一步满足了消费者的情感需求，并强化了 DR 独特的品牌形象。

图 20: DR 购买须知与真爱协议



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 21: DR 浪漫求婚策划服务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.4. 品牌营销：名人代言+影视植入推广品牌理念，小红书微博短视频等多平台宣传矩阵凝聚众多粉丝

郎朗夫妇代言+明星爱侣甄选塑造真爱典范，提升品牌曝光度与品牌调性。公司邀请恩爱钢琴家夫妻郎朗吉娜作为 DR 品牌代言人。郎朗本人为极具国民度的世界级钢琴大师，其与吉娜的爱情更是通过火爆恋综成为佳话。2021 年 8 月，郎朗于吉娜生日当天发博“你是我的 DR”表白，吉娜甜蜜回应，诸多知名 KOL 转发登上热搜。截至 2021 年 10 月，“郎朗告白吉娜”话题在微博平台拥有 1.2 亿的阅读量，而“你是我的 DR”话题，在抖音拥有 7.6 亿播放量。此外，更有体育明星吴敏霞、苏炳添、知名演员陈紫函、电竞冠军若风等诸多演艺/体育/电竞圈名人选择 DR 见证爱情。一对对名人爱侣的选择提升了品牌知名度，也强化了品牌的真爱内核。

图 22: 郎朗吉娜相关代言话题在社交平台引起极高热度



数据来源: 微博, 抖音, 东吴证券研究所

图 23: 诸多演艺/体育/电竞圈名人选择 DR 见证爱情



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

爱情题材剧作自然植入, 推广品牌故事, 宣扬真爱理念。DR 通过剧中男主以 DR 钻戒向女主求婚, 许下一生只爱一人承诺的方式, 先后植入 2016 年韩国人气偶像朴灿烈主演电影《所以和黑粉结婚了》、2017 年国内人气偶像张艺兴主演电视剧《求婚大作战》、2021 年国内人气演员任嘉伦主演电视剧《不说再见》, 宣传植入形式自然, 并借力剧中爱情故事推广独特品牌理念。

图 24: DR 钻戒宣传植入任嘉伦主演电视剧《不说再见》



数据来源: 微博, 东吴证券研究所

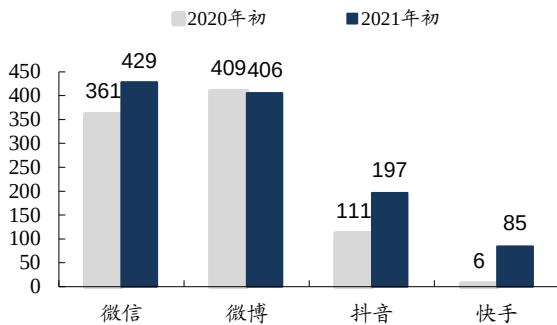
图 25: DR 宣传植入张艺兴主演电视剧《求婚大作战》



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

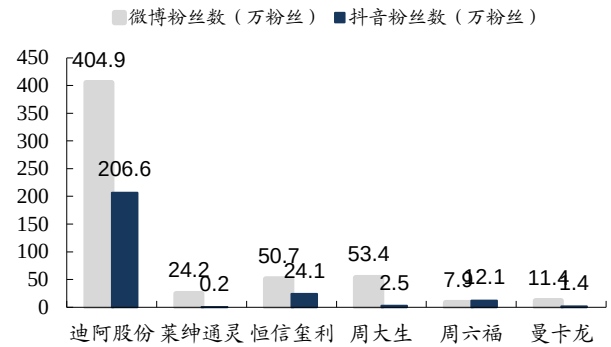
线上多平台运营积累逾 2000 万粉丝, 扩大品牌知名度的同时通过互动引发消费者情感共鸣。公司熟练运用流量数据分析、社交媒介研究、粉丝社区运营、情感内容制作等技术, 通过微博、微信、抖音、快手等知名互联网平台持续运营和传播真爱理念, 加强品牌曝光率的同时与消费者建立了紧密的互动, 增加其对品牌形象的认同感。截至 2021 年 9 月, DR 品牌在微博、微信、抖音、快手等各大知名互联网平台拥有粉丝超过 2000 万, 显著高于同业。

图 26: 2020-2021 年初 DR 各主要线上平台粉丝数 (万粉丝)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

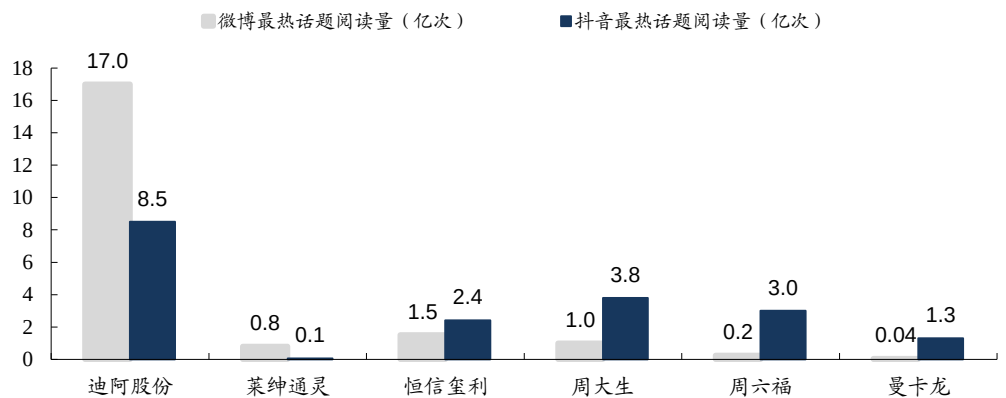
图 27: 公司微博及抖音平台粉丝数远高于可比公司



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

注: 上述数据除曼卡龙外均查询于 2021 年 8 月 5 日, 曼卡龙数据查询于 2021 年 9 月 17 日

图 28: 公司微博及抖音平台相关最热话题阅读量远高于可比公司



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

注: 上述数据除曼卡龙外查询于 2021 年 8 月 5 日, 曼卡龙数据查询于 2021 年 9 月 17 日

在微信, DR 公众号多年精细化运营, 深度互动增强粉丝粘性。DR 品牌公众号创立 8 年, 持续征集粉丝真爱故事, 与粉丝进行互动共创, 并通过日常分享情感故事、婚恋秘籍等内容运营以及评论区抽奖等激励, 增加用户粘性与活跃度。2021 年三季度每周最高阅读量推送文章阅读量均高于 5 万次, 多篇达到 10 万+次。

图 29: DR 品牌公众号通过分享真爱故事、与粉丝互动共创等方式维持、拓展粉丝



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

在微博、B 站、小红书等社交平台，DR 巧妙利用各平台属性，通过自制内容、粉丝共创、KOL 宣传等形式实现良好传播效果。在微博，DR 打造#我是 dr 族#话题，赋予粉丝 dr 族名称，凝聚粉丝群体，增强品牌认同感。至 2021 年 10 月底该话题已有 17 亿阅读量，35.1 万讨论量。收获真爱的 dr 族在话题下秀恩爱晒钻戒，通过微博社交网络引发裂变效应，促进了品牌理念再传播，加速品牌曝光。在 B 站，知名搞笑 UP 主朱一旦 2020 年 8 月发布的 DR 相关视频播放量超 200 万次。在小红书，DR 相关笔记多达 42 万篇，其中不乏知名时尚小红薯与明星分享。

图 30: 微博#我是 dr 族#话题已积累较高热度



数据来源：微博，东吴证券研究所，截至 2021 年 11 月 3 日

图 31: B 站 UP 主 DR 相关视频播放破 200 万次

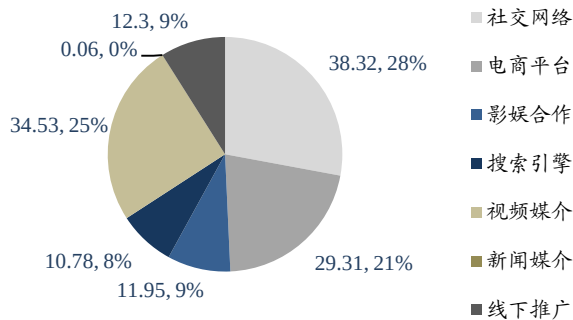


数据来源：B 站，东吴证券研究所，截至 2021 年 11 月 3 日

在抖音、快手等短视频平台，DR 加大投入，2020 年播放量同比大幅增长。2020 年公司各渠道推广费用共计 1.37 亿元，其中微信、微博、小红书等平台为主的社交网络推广费用占比同比减少 22.5pct 至 27.92%，以抖音、快手等平台为主的视频媒介推广费占比同比提升 22.9pct 至 25.16%。在抖音，DR 官号以店内选购冲突凸显品牌理念的原创视频内容与 KOL 推广内容最高单视频播放量均突破百万次。2020 年全年，公司在

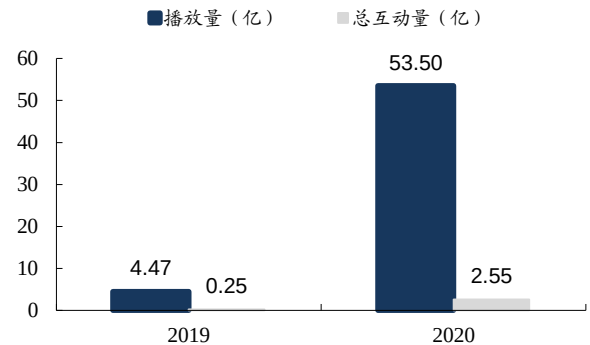
主要短视频平台视频播放量总计达 53.5 亿次，凭借精准布局享得互联网流量向短视频平台倾斜的红利。

图 32：2020 年 DR 各渠道推广费用（百万元）及占比



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 33：2020 年短视频平台播放量同比大幅增长



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 34：DR 抖音平台不乏高热度短视频内容

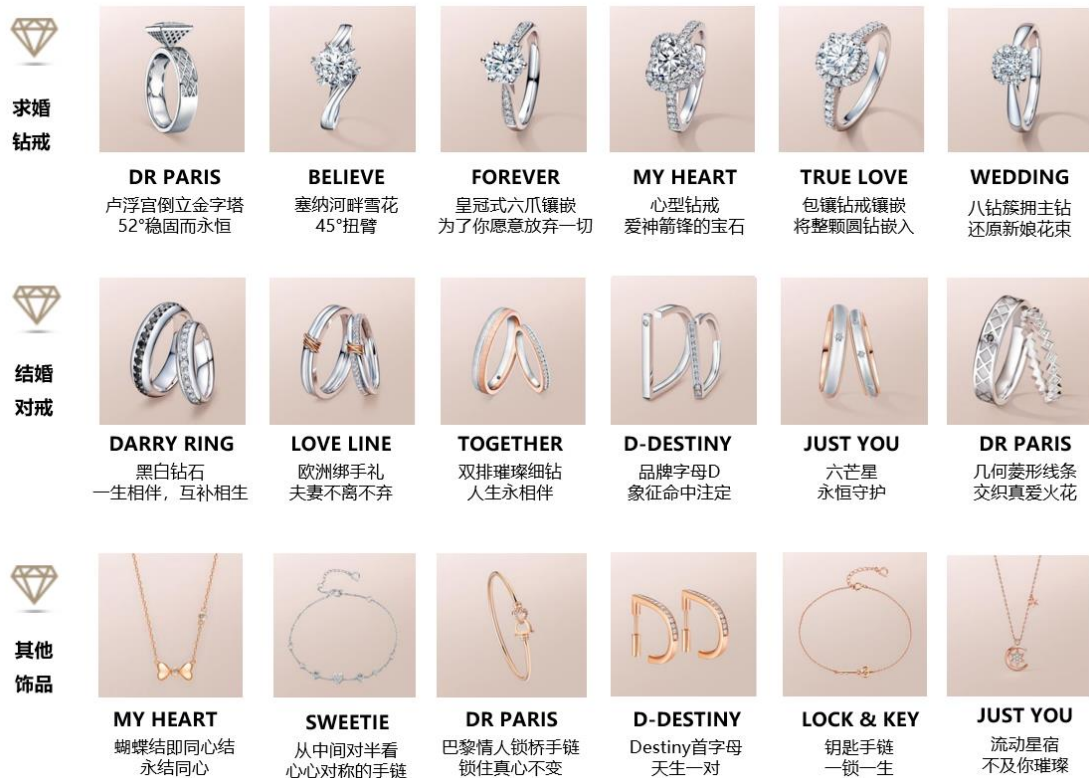


数据来源：抖音，东吴证券研究所，截至 2021 年 11 月 3 日

3.5. 产品基础：优雅多元设计维系品牌调性，产品定制模式凸显品牌内涵

公司主要产品为定制化求婚钻戒、结婚对戒及其他饰品，产品系列名称浪漫，款式优雅，寓意深刻，有效满足消费者情感需求。公司产品多以简洁英文命名，以西方浪漫建筑、传说、礼俗作为灵感，寓意真爱的唯一、坚贞、永恒，与品牌理念相一致，对向往真爱的婚恋人群产生有力吸引。

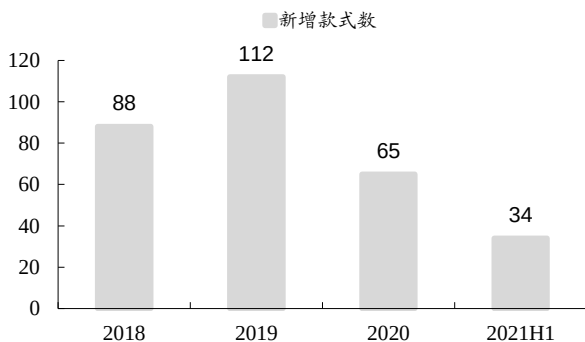
图 35: DR 部分产品系列名称、款式及寓意



数据来源: 公司官网, 公司招股书, 东吴证券研究所

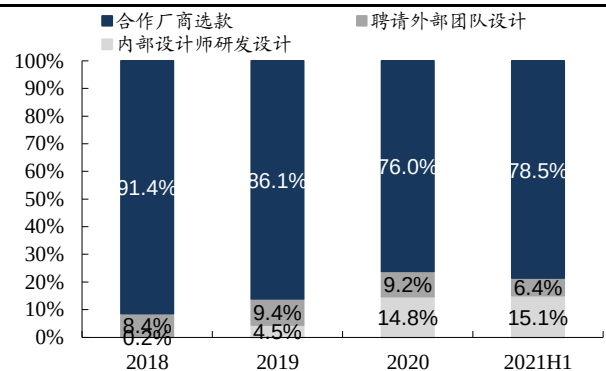
公司打造多层次设计团队, 不断丰富产品系列与款式, 满足市场不断变化的审美需求。依托于珠三角地区发达的珠宝产业链以及国外设计师资源, 公司搭建了由签约设计师、外部设计师和加工供应商构成的多层次产品设计体系, 通过对产品研发的持续投入, 匹配市场审美需求变化。2018-2021H1, 公司新增产品款式分别多达 88、112、65、34 款, 内部设计师设计产品收入占比提升至 2021H1 的 15.1%, 自有研发设计实力不断提升。

图 36: 2018-2021H1 公司新增产品款式数 (款)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 37: 2018-2021H1 公司销售收入按款式来源分类结构

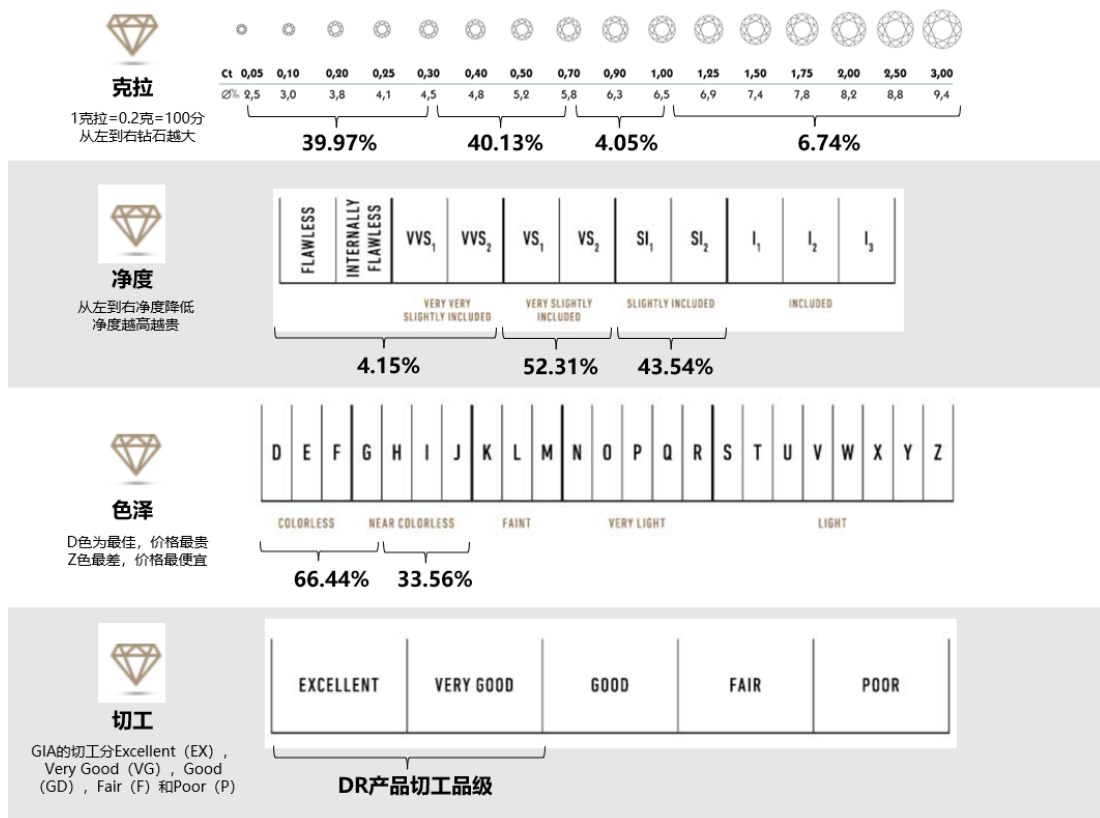


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

从产品销售来看, 70 分以下, VS 色及以上, D-G 色的产品居多。公司钻石首饰

主要根据钻石的钻重、颜色、净度、切工（4C）等参数进行定价，提供不同参数等级产品，能够满足不同消费者的需求。其中公司采购钻石主要颜色为 J-D 色，价格依次上升；净度参数为 SI、VS、VVS、IF 和 FL，价格依次上升；切工参数为 VG-EX，价格依次上升。在此范围内，公司所使用的钻石主要为 D-G 色、VS/SI 净度，具有较高的品质。

图 38：DR 2021 年上半年售出求婚钻戒产品 4C 属性等级分布

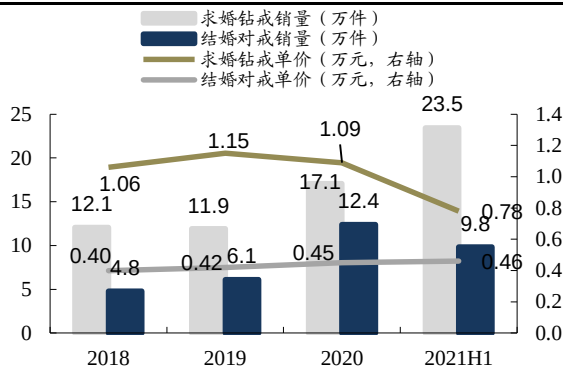


数据来源：GIA, IGI, 公司招股书，东吴证券研究所

注：净度及色泽分布为公司求婚钻戒收入占比最高的 0.3-0.699 克拉钻重区间产品属性分布情况

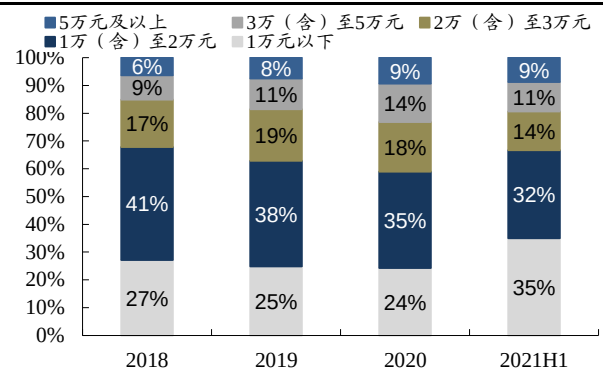
拆分量价来看，剔除低钻重产品大热影响，公司主要产品整体呈现量价齐升趋势。结婚对戒方面，2018-2021H1 量价均逐年上升。求婚钻戒方面，2019 年销量同比略有下滑主因结婚对戒中女戒首次购买限制放开分流影响，2020 年销量已实现同比大幅提升；2020 年起销售均价下滑主因短视频媒介品牌传播带来低价低钻重产品销量激增（2020 年部分热销低钻重产品销量占求婚钻戒总销量比重提升至 14.4%，仅贡献主营业务收入的 1.3%），剔除该部分影响后总体单价有所上升，主因提价及高价产品销量提升。具体看求婚钻戒价格分布，在各区间销售收入整体保持上升趋势的前提下，从 2018 年到 2020 年，价格在 3 万元及以上产品销量累计提升 127%，收入占比提升 8pct 至 23%。高价产品销量的提升展现出 DR 较强的品牌力与提价潜力。

图 39：2018-2021H1 公司主要产品量价情况



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

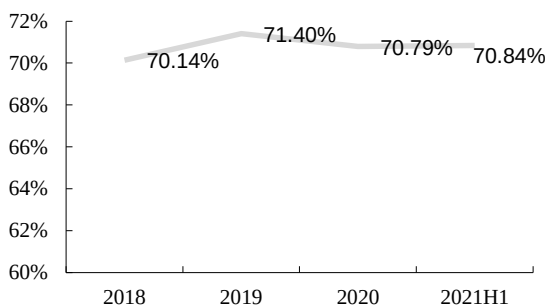
图 40：2018-2021H1 公司求婚钻戒价格区间分布



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

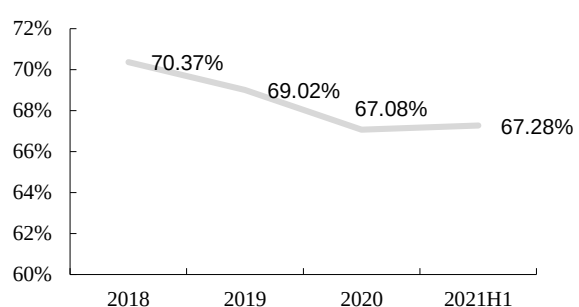
从产品毛利率来看，2018-2021H1 求婚钻戒及结婚对戒整体毛利率保持在 67%-72% 的较高水平区间，受金价上涨影响略有波动。求婚钻戒方面，2018-2021H1 毛利率整体稳定在 70%以上的高水平。结婚对戒方面，2018-2020 年毛利率小幅下滑，主因结婚对戒成本以贵金属材料成本为主，2019 年起黄金价格持续上涨且幅度较大。

图 41：2018-2021H1 公司求婚钻戒毛利率变动



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 42：2018-2021H1 公司结婚对戒毛利率变动



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

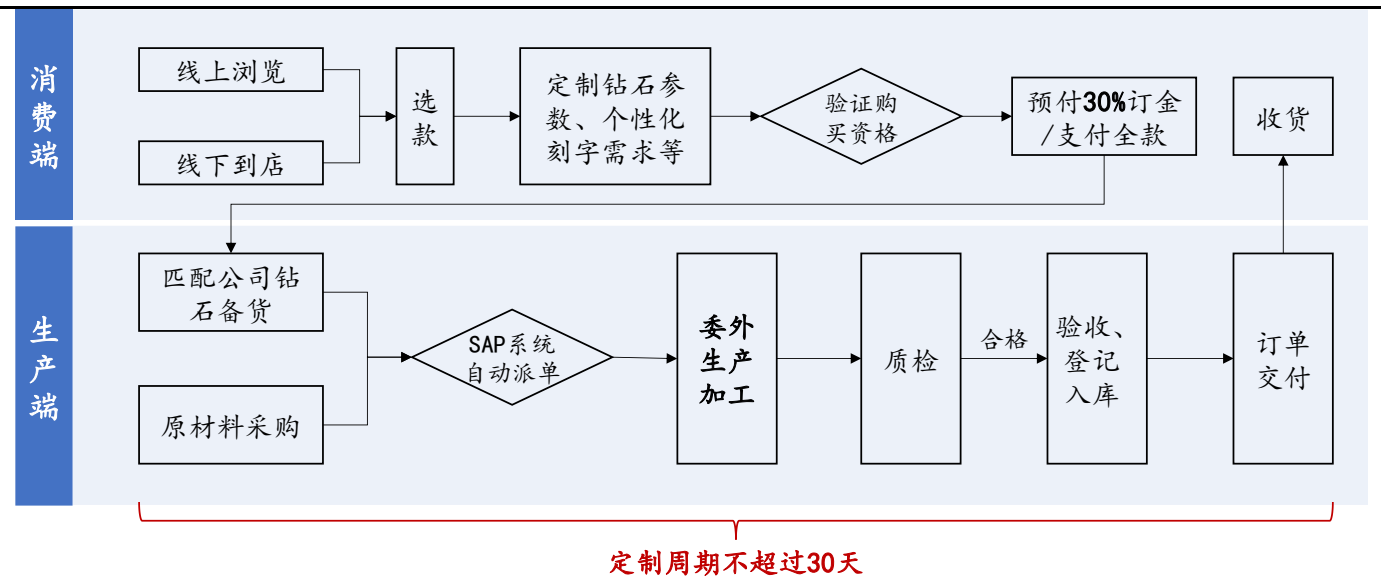
3.6. 运营模式：定制模式下轻资产运营，公司保持健康的现金流

顾客下单：顾客在公司现有产品系列中选择款式，而后根据自身需求确定钻石参数、戒托材质、手寸大小及个性化刻字需求等定制内容。借助公司的多渠道库存共享系统，消费者可以在公司库存和供应商库存中选取符合自己需求的钻石参数。

委托加工：公司按照客户订单需求通过 SAP 系统的自动供应商派单功能安排委托加工供应商进行生产，定制周期一般为不超过 30 天。DR 对产品进行全生命周期的质量把控，产品均会由国检等检测机构出具检测证书。

订单交付：采用寄送或门店取货的方式交付给客户。公司中台系统的交付监控通知功能能够监控整个交付的过程。

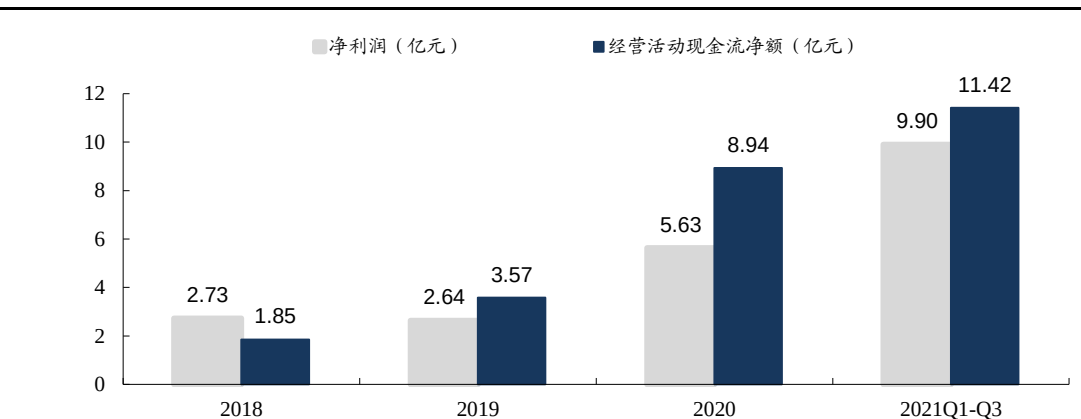
图 43: DR 定制化服务全流程示意图



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

定制化服务更有效地覆盖了消费者的多元个性需求，强化了产品情感内涵与唯一性。一方面，“以需定产”的模式使得公司能够及时充分地捕捉到消费者喜好和流行趋势的变动，以精准覆盖多元个性需求。另一方面，多维细致的定制参数供消费者自行选择，加上量身定制的手寸，凸显了 DR 钻戒产品的唯一性和独特性，赋予了产品更多的个性特征与纪念意义。公司产品主要消费人群为千禧一代与 Z 世代婚恋人群，崇尚个性与自我情感表达，定制化产品将带来更强烈的购买意愿与更高的溢价空间。此外，“以需定产”也助力公司实现了低开店成本、低存货、高周转的轻资产运营模式。

图 44: 2018-2021Q3 公司净利润及经营性现金流净额



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司定制化销售已收入占到公司收入的 95% 以上。2018-2020 年及 2021 年上半年 DR 定制销售收入占比分别高达 96.39%、95.65%、96.61% 和 96.23%。而同业公司一般以现货销售为主。

表 3: DR 同行业可比公司一般以现货销售为主

可比公司	定制模式简介
------	--------

恒信玺利	IDO 品牌以现货销售为主，近期推出钻戒定制业务。
周大生	以现货销售为主，2021 年竞得某婚戒定制品牌商标。
周六福	以现货销售为主，经查询周六福官网及招股说明书，未发现其有定制服务提供或关于定制模式的介绍。
莱绅通灵	以现货销售为主，近期推出定制服务。
曼卡龙	以现货销售为主。
DR	以定制模式为主，2018-2021H1 定制销售占比维持在 95%以上。

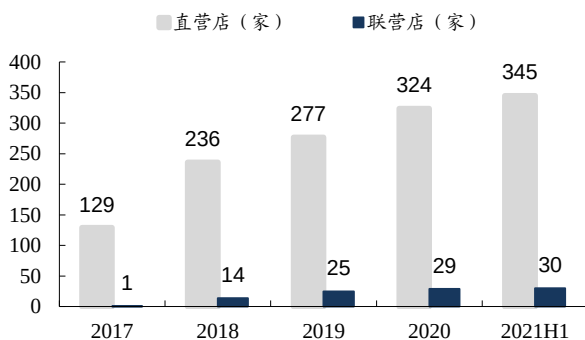
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.7. 渠道保障：自营模式统一品牌形象，线上线下融合提升购物体验

线下门店以直营为主，已覆盖全国主要地区。截至 2021 上半年，公司共有门店 375 家，开设于经济发达的一、二、三线城市、中国香港地区和法国巴黎，其中直营门店 345 家。相比加盟店模式，直营能够通过自主选择门店地址、店内装饰、货品陈列等，建立统一的品牌形象，同时更好地管理店内销售人员，提升销售水平。

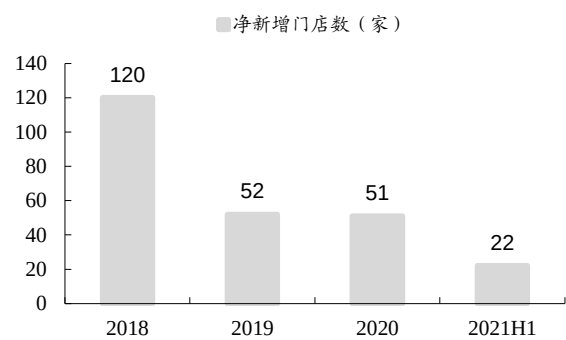
前期门店快速扩张提升品牌曝光度，后期着重空白地区拓展，未来仍有较大拓店空间。2017 年起，公司开店策略阶段性地以培育线下流量入口为重点，门店数快速大幅增加。2020 年起，公司对于新开门店的选址策略调整为以填补空白城市、空白商圈为主。相较传统珠宝品牌，公司线下门店数仍有较大提升空间。根据公司招股书募项目用途披露，2021-2023 年将投资 7.4 亿元用于在多个城市共计开设 10 家旗舰店、228 家标准店及 2 个区域管理中心，门店数增长超 60%。公司销售渠道网络有望进一步完善，刺激业务规模持续增长。

图 45：2017-2021H1 公司线下各渠道门店数



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 46：公司 2018-2021H1 净新增门店数



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

门店形象服务不断升级，核心城市布局真爱体验店提升消费体验。珠宝产品具有单品价格高、佩戴体验感强、店铺形象对品牌塑造影响大等特点。公司不断提升线下渠道的形象及服务质量，以求给消费者提供更好的消费体验。公司线下门店不仅是消费者挑选购买珠宝产品的场所，还可以为消费者提供求婚场地布置等服务。公司在部分核心城市打造了数家真爱体验旗舰店。通过店铺氛围营造、陈列细节设计、设置求

婚表白专用区域等方式，为消费者提供了具有 DR 特色的真爱购物体验。

图 47：公司部分真爱体验店形象



巴黎卢浮宫店



宁波和义大道店

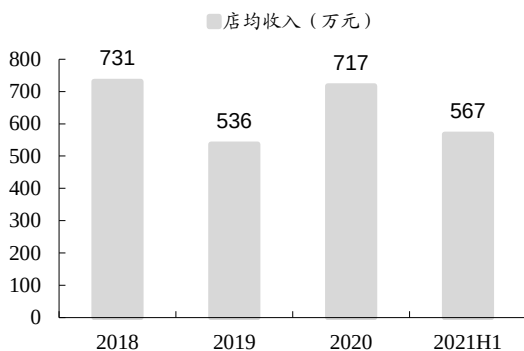


深圳世界之窗店

数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

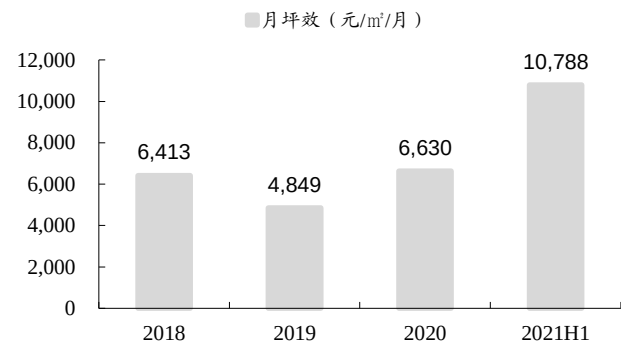
店效、坪效前期受新店分流、爬坡期等影响，2020 年起持续提升。2019 年，公司店均收入及坪效下滑较快，主因阶段性地大幅新设门店产生分流效应，新开业门店一般具有一定的爬坡期，叠加移动互联网流量向短视频平台转移对整体业务带来短期冲击。2020 年起，公司调整选址策略，新开门店近半数位于空白城市，分流效应显著弱化。同时公司品牌影响力的提升和门店运营能力的优化拉动店均收入与坪效持续提升，2020 年基本回复至 2018 年水平，2021 年上半年月坪效较 2020 年末大幅提升 63%，增势强劲。

图 48：2018-2021H1 公司线下店均年收入



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

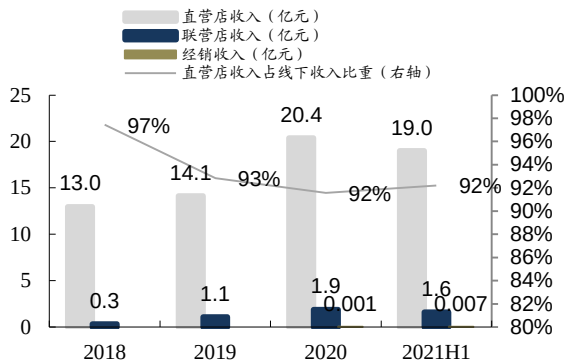
图 49：2018-2021H1 公司线下门店月坪效



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

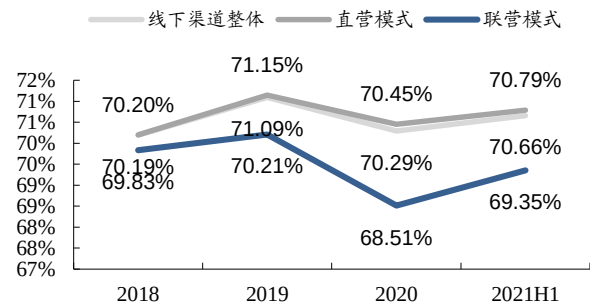
整体来看，公司线下收入保持高速增长，直营收入占比超过九成。由于公司前期大量布局线下门店带来的消费承接能力，叠加品牌长期累积的传播优化效应和粉丝数量增长，2020 年公司线下渠道实现收入 22.25 亿元，同比增长 46%，其中直营门店实现收入 20.4 亿元，占整体线下渠道收入的 92%。2021 年上半年线下渠道收入大增至 20.59 亿元，已接近 2020 年全年水平。毛利率整体稳定在 70%左右。

图 50: 2018-2021H1 公司线下各渠道收入及直营收入占比



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

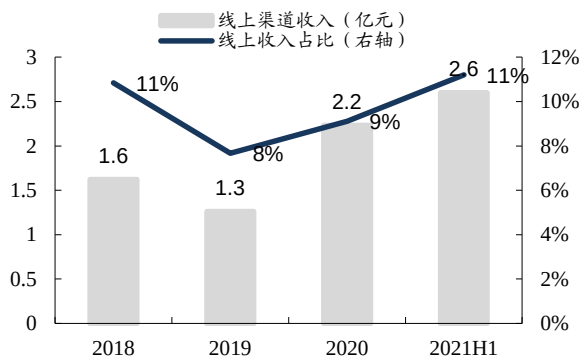
图 51: 2018-2021H1 公司线下分渠道毛利率



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

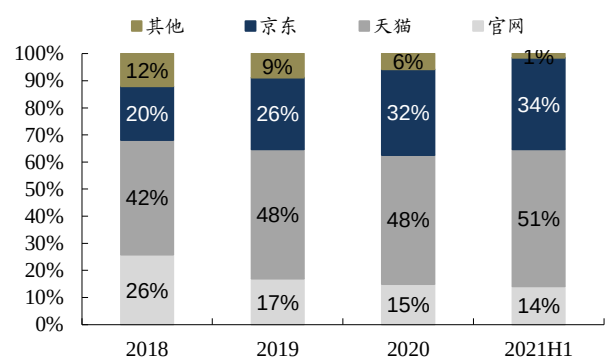
线上搭建官网+天猫+京东销售网络, 官网渠道着力引流至线下门店。2021 年上半年, 公司的线上收入占比已达到 11%, 主要来源于官网、天猫及京东平台, 三者合计占线上收入的比例超 98%。2019 年起, 伴随线下渠道愈发广泛与便捷, 公司主动将官网流量引导至线下门店以增强购物体验, 官网收入占比逐步下降。

图 52: 2018-2021H1 公司线上收入及占比



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 53: 2018-2021H1 公司线上各平台收入占比

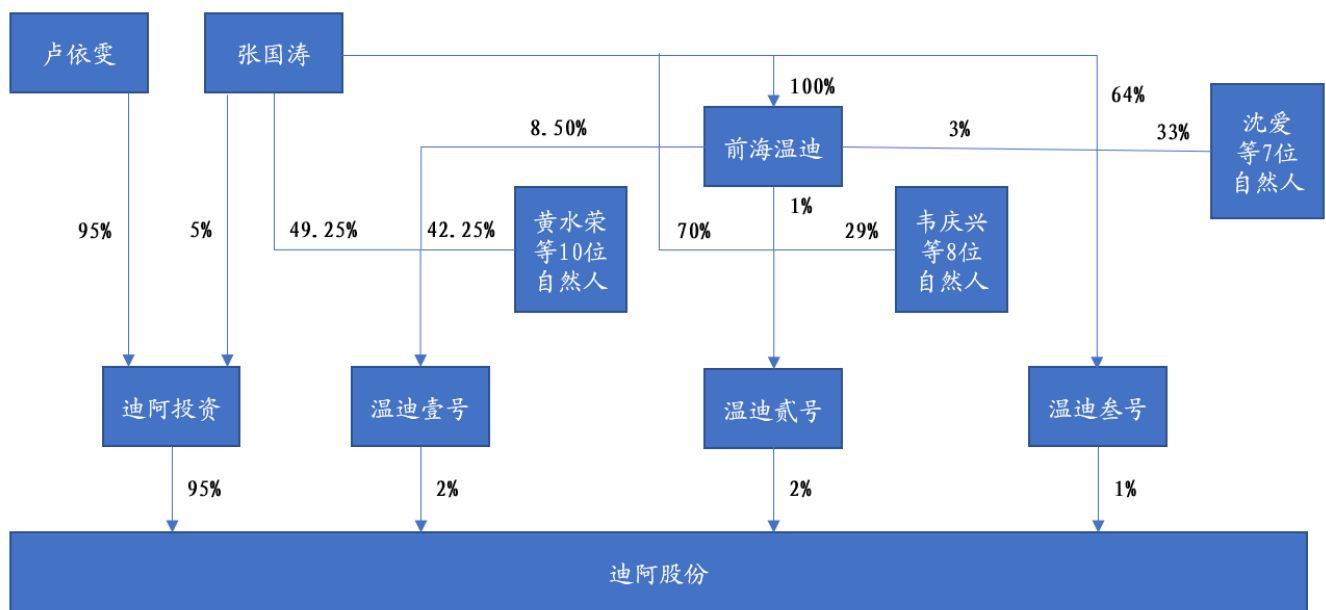


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

3.8. 公司治理: 股权结构集中, 管理层稳定且经验丰富

公司股权结构集中, 实控人夫妇合计持股比例高达 98%。公司控股股东为深圳迪阿投资有限公司, 截至 2021 年 9 月 30 日持有公司 95% 的股权。公司实际控制人为张国涛、卢依雯夫妇。张国涛通过迪阿投资、温蒂壹号、温蒂贰号、温蒂叁号、前海温蒂合计间接持有公司 7.995% 的股份, 卢依雯通过迪阿投资间接持有公司 90.25% 的股份, 夫妻持股比例合计达 98.245%。

图 54: 公司股权架构 (发行前)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司核心管理人员是营销咨询起家，在营销方面有丰富的经验。公司前身茵赛特咨询经营范围为“市场营销策划”，主要从事咨询服务，实际控制人之一张国涛在创业过程中接触到珠宝行业，因看好其前景而转型。多数高级管理人员曾在公司前身戴瑞有限公司任职数年，且在相关行业有超过 10 年的任职经历。副总经理韦庆兴曾任知名时尚品牌施华洛世奇广州分公司大区经理，战略总监胡晓明曾为加多宝、减字科技等多家企业从事品牌管理，高管团队具有较强的营销基因。

表 4: 公司部分主要管理人员概览 (截至 2021 年 9 月 30 日)

姓名	职务	主要工作经历
张国涛	董事长、总经理（总裁）	公司创始人，现任公司董事长、总经理，2010 年-2019 年任戴瑞有限执行董事兼总经理，现兼任迪阿投资、前海温蒂、好多钻石执行董事、总经理。
卢依雯	董事、副总经理（副总裁）	公司创始人，现任公司董事、副总经理，2015 年-2019 年任戴瑞有限监事，现兼任迪阿投资、每一年旅拍监事。
韦庆兴	董事、副总经理	2015 年加入戴瑞有限，历任销售总监、副总裁等。曾任任资生堂（中国）投资有限公司区域销售经理、香港卡连弗国际有限公司销售总监、施华洛世奇广州分公司大区经理等。
黄水荣	董事、副总经理（副总裁）、董事会秘书兼财务负责人	2018 年加入戴瑞有限，任副总裁、财务负责人。此前曾任广东健力宝集团财务经理、天地壹号饮料财务负责人、财务总监、中小企业创业投资（深圳）有限公司合伙人、副总经理等。
胡晓明	董事、战略总监	2016 年加入戴瑞有限，历任市场中心品牌总监、战略总监。此前曾任北京电通广告有限公司广州分公司市场策划部策划经理、加多宝（中国）品牌策划高级经理、深圳减字科技品牌总监等。
林正海	财务总监	2014 年加入戴瑞有限，任财务总监。此前曾任周大福财务管理

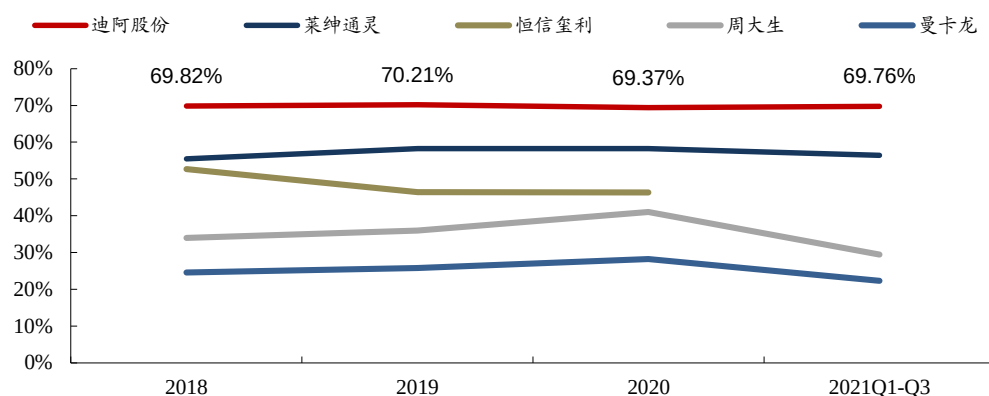
部会计师、简加勤珠宝计核中心财务总监等。

数据来源：东吴证券研究所

3.9. 财务指标：产品高溢价带来高毛利率，盈利能力行业领先

毛利率方面，2018-2021Q3 公司整体毛利率稳定在 70%左右。剔除销售模式以及联营收入确认政策的差异影响，按照总额法进行模拟测算后，公司细分产品毛利率比同行业可比公司略高出约 3-5pct，独特品牌情感内涵、个性定制产品与增值服务为公司产品带来了一定溢价空间。

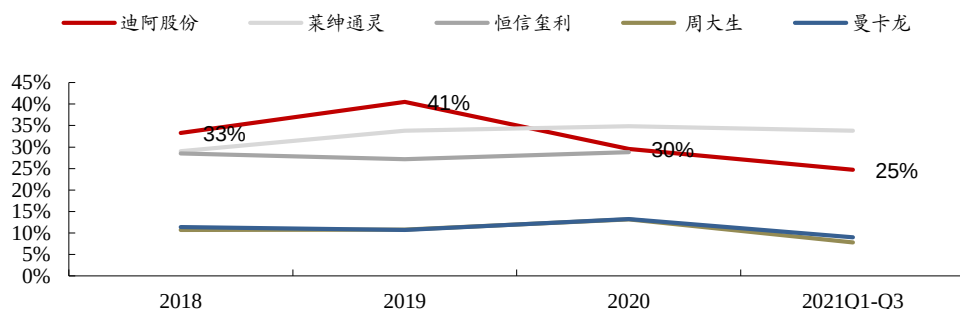
图 55：2018-2021Q3 可比公司毛利率对比



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

销售费用率方面，公司销售费用率 2018-2019 年随线下运营规模扩大而保持在较高水平；2020 年下降至 30%以下，主因开店增速放缓、推广投入结构优化、社保与租金减免等；2021 年前三季度伴随收入激增销售费用率进一步下降至 25%，已位于行业中游水平。考虑到公司采取全自营模式，且独特品牌情感内涵的传播使得业绩持续受益，销售费用率水平符合公司自身发展策略。

图 56：2018-2021Q3 可比公司销售费用率对比

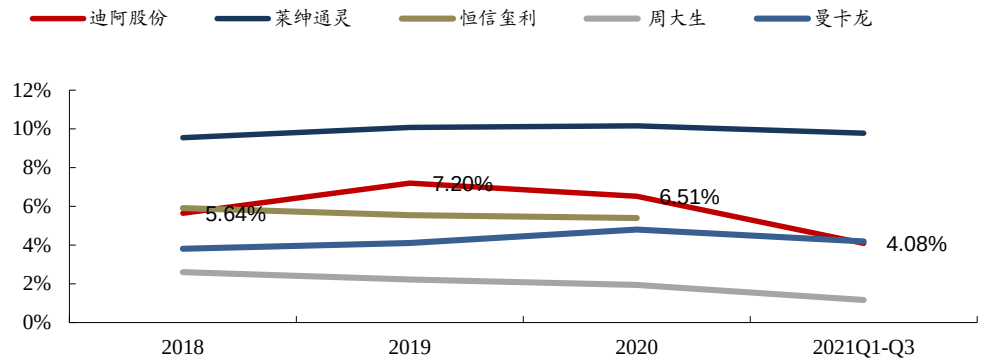


数据来源：公司招股书，Wind，东吴证券研究所

管理费用率方面，得益于良好的费用控制与收入端的高增长，公司管理费用率自 2020 年起显著改善，处于行业中游水平，2021 前三季度管理费用率大幅下降至 4.08%。

周大生和周六福收入规模相对较大且以加盟模式为主，因此管理费用率相对较低。

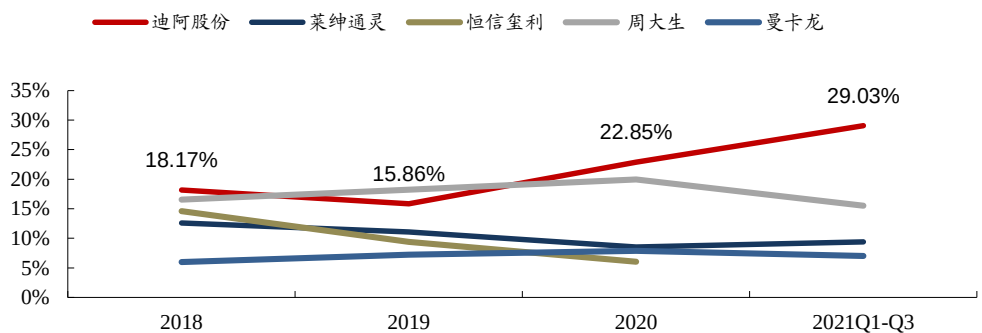
图 57：2018-2021Q3 可比公司管理费用率对比



数据来源：公司招股书，Wind，东吴证券研究所

净利率方面，2019 年略有下滑，主因整体业绩受到移动互联网流量向短视频倾斜的暂时冲击。后续伴随公司营销策略调整与渠道优化，公司净利率 2020 年起持续抬升，2021 年前三季度已高达 29.03%，远高于同业，展现出卓越的盈利能力。

图 58：2018-2021Q3 可比公司净利率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.10. 募投项目：建设渠道网络+信息化系统+研发设计中心

募资主要用于渠道网络建设项目、信息化系统建设项目、钻石珠宝研发创意设计中心建设项目及补充营运资金项目。公司拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 8000 万股，不低于发行后总股本的 10%，募集资金扣除发行费用后，将全部用于与公司主营业务相关的四个投资项目，分别为渠道网络建设项目、信息化系统建设项目、钻石珠宝研发创意设计中心建设项目和补充营运资金项目，公司预计投资总额为 12.8 亿元。

表 5：公司募集资金投资项目安排

项目名称	投资总额	募资投入金	投资占比	建设期	项目投资进度（亿元）
------	------	-------	------	-----	------------

	(亿元)	额 (亿元)			2021 年	2022 年	2023 年
渠道网络建设	7.4	7.4	58%	3 年	1.9	2.5	3.0
信息化系统建设	1.1	1.1	9%	3 年	0.7	0.2	0.2
钻石珠宝研发创意设计中心建设	0.5	0.5	4%	3 年	0.2	0.2	0.2
补充营运资金	3.8	3.8	30%	/	3.8	/	/
合计	12.8	12.8	100%		6.6	2.9	3.4

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

渠道网络建设项目拟投资 7.4 亿元，将进一步投资完善渠道网络布局，提高品牌曝光度和认可度。公司计划在 2021-2023 年于多个城市建设自营实体店铺，公司预计投资总额为 7.4 亿元。具体而言，将通过开设 10 家旗舰店、228 家标准店及 2 个区域管理中心，加强一线城市核心商圈的渗透力度，填补二三线及其他城市核心商圈等未布局市场。

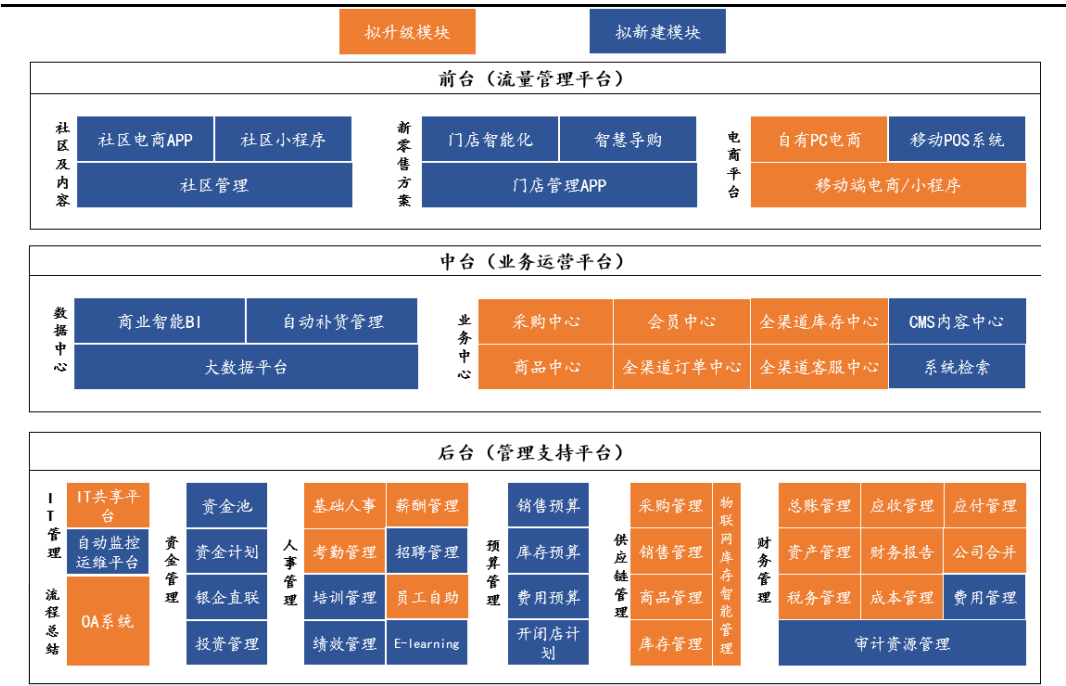
表 6：项目实施主体介绍

类型	面积	功能介绍	选址
旗舰店	约 300 平方米	品牌最高形象店铺，位于一二线城市核心商圈；店铺地理位置佳，具有最佳的品牌展示与顾客体验；为品牌旗舰店，辐射整体区域或全国。	1-2 线城市
标准店	约 100 平方米	符合品牌开店标准，有效树立品牌形象及提高品牌区域影响力；满足顾客购物体验需求，辐射城市或区域，提高品牌市场占有率。	1-3 线城市
区域管理中心	约 200 平方米	区域门店建设及运营管理；区域市场的商情反馈；区域市场的资源布局。	门店密集区域

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

信息化系统建设项目拟投资 1.1 亿元，将打造高效智能的信息化系统，实现运营、管理、决策等多方面效率的提升。公司拟对前台（流量管理平台）、中台（业务运营平台）、后台（管理支持平台）等系统架构进一步升级或新建，打通前后端业务链条各个环节。在前端业务方面，公司可实时获取门店销售情况、门店库存情况、门店客流量、门店客户需求、线上各渠道销售情况等信息，通过大数据分析技术，及时捕捉、分析、传达市场需求。在后端业务方面，公司可实时获取供应商产品加工进度、产品配送进度等，优化门店库存结构及客户消费体验。前后端业务高度协同，将有效提高公司信息流、资金流、物流的周转速度，推动渠道网络的持续扩张。

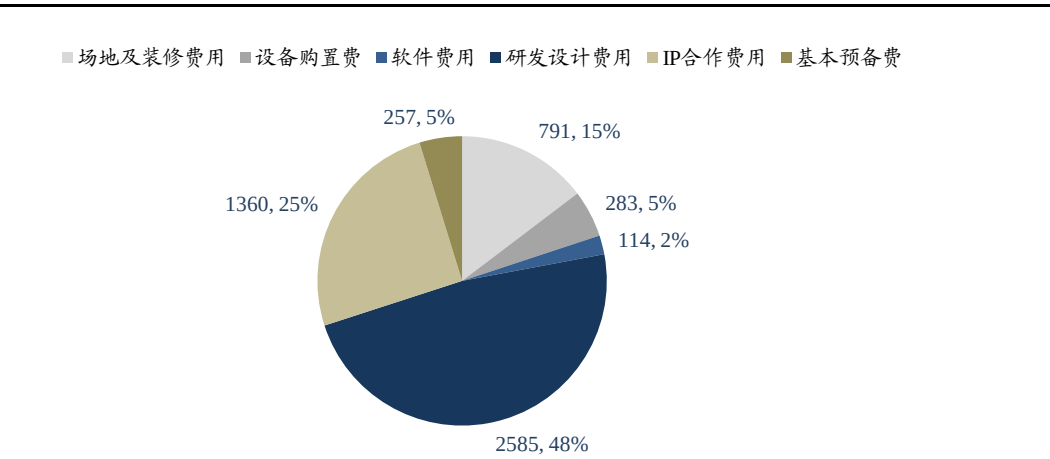
图 59：信息化系统建设项目内容



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

钻石珠宝研发创意设计中心建设项目拟投资 5390 万元，将有助于提升公司产品款式设计能力，提升核心竞争力，满足市场需求。公司将通过加大研发设计投入，扩建自有专职研发设计团队，提升自主研发设计能力，持续研发新款式，加码设计经典款式产品，增强品牌产品辨别度，同时引入稀缺性 IP，提升品牌调性，契合终端消费者需求，提升品牌影响力。

图 60：公司钻石珠宝研发创意设计中心建设项目具体投资金额（万元）及比例（%）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

补充营运资金项目拟投资 3.8 亿元，用于补充与主营业务相关的营运资金。补充营运资金可增加公司流动资产规模，降低资产负债率，增强防范财务风险的能力，同时为公司未来应对市场变化、抓住行业机遇、保持和增强竞争能力提供良好的资金保障。

4. 盈利预测和投资建议

4.1. 盈利预测

我们参考募投计划，假设迪阿股份各渠道增长具体如下：

线下自营渠道：我们假设线下自营门店期内平均店数 2021-2023 年同比增加 120/130/130 家，店效同比提升 40%/10%/5%。

电商渠道：我们假设电商 2021-2023 年仍将保持高速增长，增速分别达到 91%/35%/14%。

其他收入：2021-2023 年收入同比提升 5%/5%/5%。

综上，我们预计集团于 2021-2023 年将实现收入 48 亿元/68 亿元/87 亿元，同比增速 93%/42%/28%。

表 7：2021-2023 年收入毛利拆分预测（百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
自营渠道收入	2,225	4,319	6,187	8,005
YOY	46.15%	94.11%	43.26%	29.38%
渠道数量	353	490	638	786
毛利率	70.3%	71.0%	71.0%	71.0%
毛利	1,564	3,066	4,393	5,683
线上渠道收入	223	425	575	656
YOY	76.30%	90.73%	35.12%	14.13%
毛利率	64.60%	65.00%	65.00%	65.00%
毛利	144	276	374	426
其他收入	16	17	18	19
YOY	6%	5%	5%	5%
合计收入	2,464	4,762	6,780	8,680
YOY	48.06%	93.21%	42.39%	28.02%
毛利率	69.37%	70.35%	70.41%	70.48%
毛利	1,710	3,350	4,774	6,117

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

毛利率&费用率假设：

毛利率：我们假设随着公司品牌认知的进一步强化，整体毛利率略有提升，2021-2023 年分别为 70.4%/70.4%/70.5%。

费用率：我们认为未来费用率将基本保持稳定，预计销售费用率 2021-2023 年分别为 27%/27%/27%，管理费用率 2021-2023 年分别为 4%/4%/4%。

4.2. 投资建议

迪阿股份是一家独特的品牌内涵的珠宝公司，较高的品牌认知度，较深的品牌壁垒，有出色的营销能力和盈利能力，未来上市后我们预计公司将进一步下沉铺店，收入利润有望实现高增，我们预计公司 2021-23 年将实现归母净利润 13.7 亿元/19.2 亿元/24.6 亿元，同比增速 144%/40%/28%，公司发行价为 116.88 元，发行价对应 2021-23 年 PE 分别为 34/24/19 倍，建议积极关注。

表 8: 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润(百万元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002867.SZ	周大生	193	17.65	1,352	1,628	1,965	14	12	10
300945.SZ	曼卡龙	51	24.78	110	131	151	46	39	34
平均							30	25	22
301177.SZ	迪阿股份	468	116.88	1,372	1,919	2,461	34	24	19

数据来源：周大生净利润来自东吴证券研究所预测，曼卡龙净利润来自于 Wind 一致预期，周大生和曼卡龙市场数据截至 2021 年 12 月 8 日，迪阿股份收盘价和市值分别发行价和发行价对应发行后市值，PE 则为发行价对应 PE

5. 风险提示

身份信息泄露风险：公司实行男士购买者身份证绑定的规则，可能会存在内部查询导致身份信息泄露的风险。

婚恋钻饰市场需求增速下降风险：2018-2020 年我国结婚登记对数为 1013.94、927.33、813.10 万对，呈逐年下降趋势，存在未来婚庆钻饰行业发展增速下降的风险。

市场竞争加剧风险：近年来国内消费者对于珠宝首饰产品的个性化、多样化要求不断提升，消费习惯和潮流持续演变，同时新品牌和新经营理念不断涌现，市场竞争愈发激烈。

销售渠道拓展风险：公司采用自营销售模式，对于合作商场的地理位置、管理水平等要求较高。2021 年中共有门店 375 家，门店规模尚处于发展中，未来存在拓店进展不及预期的风险。

创新风险：公司采用了定制化为主要的创新销售模式，并利用互联网进行品牌传播以及粉丝运营。未来若公司在上述方面的创新无法继续被市场及消费者认可接受，经营理念和经营模式被竞争对手模仿及超越，技术创新应用无法紧跟市场发展趋势，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

委外生产风险：公司自身不从事生产加工环节，主要根据消费者的实际需求进行采购并委外加工生产，如果委外加工商延迟交货无法满足公司及消费者的时效性要求，

或者交付的产品质量达不到公司标准，将会对公司的库存管理、品牌声誉乃至经营业绩产生不利影响。

迪阿股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,619	7,710	9,563	11,760	营业收入	2,464	4,762	6,780	8,680
现金	181	5,764	7,187	8,981	减:营业成本	755	1,412	2,006	2,562
应收账款	166	326	464	594	营业税金及附加	130	286	407	521
存货	297	580	825	1,053	营业费用	729	1,286	1,831	2,344
其他流动资产	974	1,040	1,087	1,132	管理费用	160	190	271	347
非流动资产	313	332	353	376	财务费用	11	0	0	0
固定资产	3	12	21	29	资产减值损失	8	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	加:投资收益	16	38	54	69
无形资产	6	7	7	8	其他收益	20	49	70	89
其他非流动资产	310	338	367	397	营业利润	692	1,661	2,369	3,039
资产总计	1,932	8,043	9,917	12,136	加:营业外净收支	-1	0	0	0
流动负债	804	1,278	1,809	2,306	利润总额	692	1,661	2,369	3,039
短期借款	0	0	0	0	减:所得税费用	128	289	450	577
应付账款	111	160	227	290	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	693	1,118	1,582	2,016	归属母公司净利润	563	1,372	1,919	2,461
非流动负债	9	9	9	9	EBIT	687	1,574	2,245	2,880
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	734	1,625	2,307	2,954
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	813	1,287	1,818	2,315					
少数股东权益	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	1,118	6,755	8,098	9,821	每股收益(元)	1.56	3.43	4.80	6.15
负债和股东权益	1,932	8,043	9,917	12,136	每股净资产(元)	3.11	16.89	20.25	24.55
					发行在外股份(百万股)	360	400	400	400
					ROIC(%)	50.0%	19.2%	22.5%	23.8%
					ROE(%)	50.4%	20.3%	23.7%	25.1%
					毛利率(%)	69.4%	70.4%	70.4%	70.5%
					销售净利率(%)	22.9%	28.8%	28.3%	28.4%
					资产负债率(%)	42.1%	16.0%	18.3%	19.1%
					收入增长率(%)	48.1%	93.2%	42.4%	28.0%
					净利润增长率(%)	113.4%	143.6%	39.8%	28.3%
					P/E	-	34.08	24.37	19.00
					P/B	-	6.92	5.77	4.76
					EV/EBITDA	-	25.22	17.15	12.78
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	894	1,351	2,027	2,560					
投资活动现金流	-692	-33	-29	-28					
筹资活动现金流	-121	4,265	-576	-738					
现金净增加额	80	5,582	1,423	1,794					
折旧和摊销	47	51	62	75					
资本开支	-40	-11	-11	-11					
营运资本变动	296	-35	101	94					

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 全文 2021-2023 年 PE 均以发行价 116.88 元计算。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>