

行业专题

一文拆解迪阿股份招股说明书

迪阿股份主要从事珠宝首饰的品牌运营、定制销售以及研发设计，凭借独特的品牌理念，影响力持续提升，2021H1 公司实现主营业务收入 23.19 亿元。根据公司最新公告披露，本次发行数量为 4001 万股，发行价格 116.88 元/股，募集资金约为 46.76 亿元。

- **品牌营销模式：高效营销方式推广独特品牌理念。**公司推崇“男士一生仅能定制一枚”的独特品牌理念，同婚戒的真爱属性高度匹配，在品牌推广过程中，公司高效利用互联网媒体进行营销，收获大量忠实粉丝。目前 DR 品牌在微博、微信、抖音、快手等知名平台已经拥有了超过 2000 万粉丝，粉丝群体代号“DR 族”，新浪微博#我是 DR 族#的话题已吸引了超过 16 亿次的阅读。
- **业务模式：轻资产生产模式。**公司将资源投入到品牌建设、渠道拓展、产品研发和供应链整合上，具体的生产过程通过外包方式来解决，该方式同行业惯例相符合，同时有利于充分利用珠三角地区的珠宝产业链资源。在原材料采购方面，得益于境外采购的质量和价格优势，公司批量备货时先考虑境外供应商，但对于交期要求较高的货品，公司一般从境内供应商处采购钻石。
- **渠道模式：线下全自营，线上线下融合。**根据公司披露，截至 2021 年 6 月末公司线下门店有直营店 345 家、联营店 30 家，线下渠道对于公司以及消费者来说，在珠宝产品销售与购买的场所之外，扮演着传递品牌真爱理念的重要作用，目前公司旗下的真爱体验旗舰店还为消费者提供求婚场地布置等服务，优化消费者购物体验，传递 DR 所奉行的真爱理念，线上渠道包括官网、小程序、天猫以及京东旗舰店等方便消费者产品浏览与购买，但是由于产品的定制化的消费模式，线上收入占比较低，仅为 10%左右。

财务分析：收入规模持续扩大，盈利质量提升，营运能力稳健。1) 2018-2021H1 公司分别实现营收 15/16.65/24.64/23.20 亿元，门店数量扩张伴随店效提升带动收入规模持续扩大；2) 2018-2021H1 公司毛利率分别为 69.82%/70.21%/69.37%/70.00%保持稳定，同时收入扩张带动费用率降低，期内净利率走高；3) 公司采取全直营+定制化的业务模式，整体营运能力保持稳健，周转效率高。

风险提示：新冠疫情反复风险；线下渠道扩张不及预期；婚庆市场发展不及预期；行业竞争激烈影响品牌独特性

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

邮箱：houziye@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服装：竞争加剧，个股分化，产品为王——2022 年度策略》2021-11-10
- 2、《纺织服装：在波动中成长——2021 三季度报分析》2021-10-31
- 3、《纺织服装：终端恢复，运营优化——2021 中报分析》2021-09-04

内容目录

1. 行业概况	4
2. 公司概况：婚恋珠宝品牌运营商	7
3. 业务拆解	9
3.1 品牌营销模式：高效营销方式推广独特品牌理念	9
3.2 业务模式：轻资产生产模式	10
3.3 渠道模式：线下全自营，线上线下融合	11
4. 财务数据拆解	13
4.1 收入端：营收规模持续扩大	13
4.2 盈利端：盈利质量快速提升	15
4.3 营运端：周转效率高	17
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 珠宝首饰产品分类	4
图表 2: 行业主要法律法规政策	4
图表 3: 上海钻石交易所:钻石:成交金额(亿美元)	5
图表 4: 上海钻石交易所:成品钻:进口金额(亿美元)	5
图表 5: 城乡居民人均可支配收入增速(%)	5
图表 6: 1982-2000年出生人数(万人)	6
图表 7: 结婚登记对数(万对)	6
图表 8: 老凤祥门店数量(家)	6
图表 9: 周大生门店数量(家)	6
图表 10: 公司股权结构(%)	7
图表 11: 子公司名称、定位及具体作用	8
图表 12: DR真爱验证	9
图表 13: 微博话题对比	10
图表 14: 同业公司生产模式	11
图表 15: 巴黎卢浮宫店	11
图表 16: 宁波和义大道店	11
图表 17: DR官方网站	12
图表 18: 定制产品收入(万元)	12
图表 19: 定制化产品与现货销售的优劣势比较	12
图表 20: 公司收入业绩增速(亿元, %)	13
图表 21: 公司主营收入分渠道拆分(亿元)	13
图表 22: 公司主营收入分渠道拆分占比(%)	13
图表 23: 线下渠道门店数量(家)	14
图表 24: 线下渠道门店数量YOY及营收YOY(%)	14
图表 25: 店效(万元)	14
图表 26: 主营收入分产品拆分(亿元)	15
图表 27: 主营收入分产品拆分占比(%)	15
图表 28: 不同产品销量(万件)	15
图表 29: 不同产品平均售价(万元/件)	15
图表 30: 公司毛利率(%)	16

图表 31: 公司求婚钻戒、结婚对戒以及主营业务毛利率 (%)	16
图表 32: 同行业公司渠道模式 (%)	16
图表 33: 公司产品与同行业可比公司相似参数的竞品售价对比 (元)	17
图表 34: 期间费用 (亿元)	17
图表 35: 期间费用占营收比重 (%)	17
图表 36: 存货账面价值及占流动资产比重 (亿元, %)	18
图表 37: 存货余额结构 (%)	18
图表 38: 一年以上存货余额 (亿元)	18
图表 39: 存货周转天数 (天)	18
图表 40: 存货周转率同业对比	18
图表 41: 应收账款账面价值及占营收比重 (亿元, %)	19
图表 42: 应收账款周转天数 (天)	19
图表 43: 经营活动现金流净额及占归母净利润比重 (亿元, %)	19
图表 44: 货币资金 (亿元)	19

1. 行业概况

珠宝首饰是指珠宝玉石和贵金属的原料、半成品，以及用珠宝玉石和贵金属的原料、半成品制成的佩戴饰品、工艺装饰品和艺术收藏品，主要分为钻石首饰、黄金首饰、铂金首饰、K金首饰和玉石首饰等五大类。

图表 1: 珠宝首饰产品分类

首饰种类	基本特点
钻石首饰	镶嵌有钻石的各类珠宝首饰的简称，一般有裸钻、钻戒、颈饰、耳饰、腕饰等。
黄金首饰	以含金量不少于 99% 的材质制成的首饰，我国主流珠宝首饰品种，具有一定保值性。
铂金首饰	以铂金为主要材料制成的首饰，价值比黄金首饰高，但保值性较低。
K 金首饰	以黄金为主要原料，但含金量低于 99% 的首饰，强调设计感和时尚性，保值性较低。
玉石首饰	以翡翠、和田玉等为主要原料制成的首饰，一般有耳钉、珠链、手镯、戒指等。
其他	珍珠、人造宝石、彩宝（如蓝宝石、红宝石等）。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

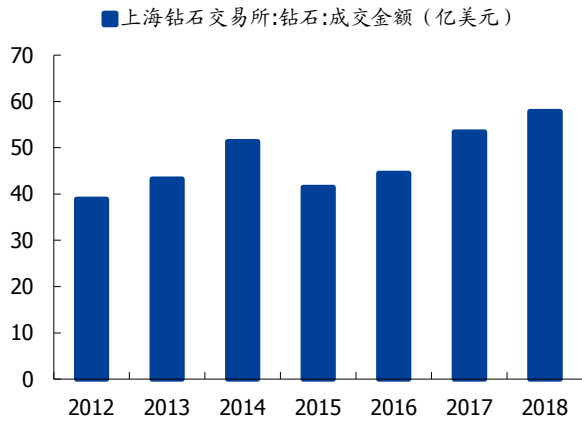
我国钻石首饰市场诞生于 20 世纪 90 年代，2000 年上海钻石交易所的成立标志着我国钻石交易开始与国际接轨，之后随着居民收入的逐步增长，市场钻石需求量稳步上升。根据上海钻石交易所数据显示，2018 年全年上海钻交所钻石交易总金额累计为 57.84 亿美元，同比增长 8.2%，同时由于我国并非钻石矿床聚集地，因此钻石供给多为进口获取，2018 年通过上海钻石交易所报关的一般贸易项下成品钻进口总额为 27.06 亿美元，同比增长 7.6%，创钻交所成品钻进口额历史新高。

图表 2: 行业主要法律法规政策

发布时间	名称
2003 年 2 月	《中国珠宝玉石首饰行业自律公约》
2006 年 6 月	《财政部 海关总署 国家税务总局关于调整钻石及上海钻石交易所有关税收政策的通知》
2009 年 2 月	《中国珠宝（钻石）电子商务行业自律公约》
2012 年 3 月	《珠宝饰品经营服务规范》
2016 年 5 月	《国务院办公厅关于开展消费品工业“三品”专项行动营造良好市场环境的若干意见》
2016 年 11 月	《国务院办公厅关于推动实体零售创新转型的意见》
2016 年 12 月	《关于做好“十三五”时期消费促进工作的指导意见》
2019 年 8 月	《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》

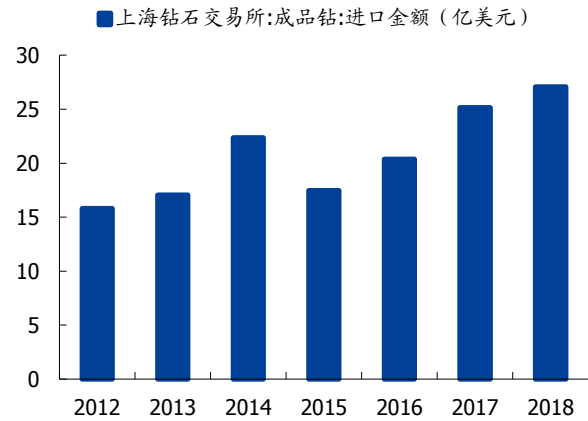
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表3: 上海钻石交易所:钻石:成交金额(亿美元)



资料来源: Wind, 上海钻石交易所, 国盛证券研究所

图表4: 上海钻石交易所:成品钻:进口金额(亿美元)

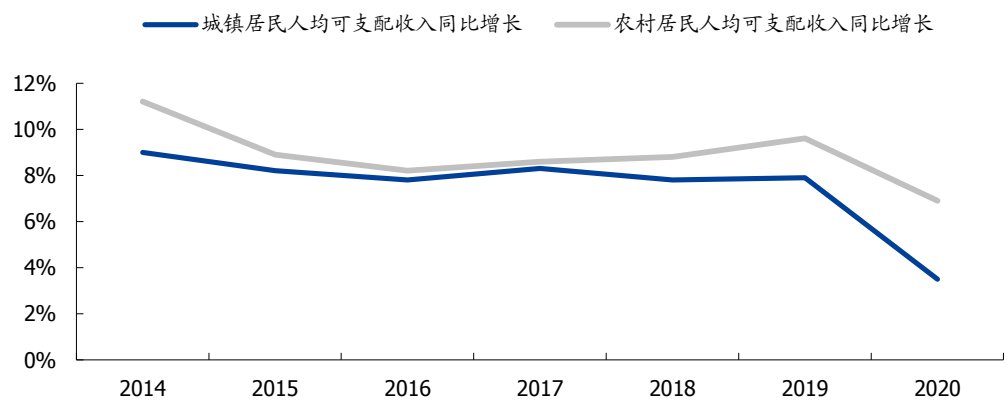


资料来源: Wind, 上海钻石交易所, 国盛证券研究所

长期来看,我们认为伴随经济增长下的消费升级以及婚庆珠宝需求的扩张,当前珠宝首饰市场存在较大提升空间,同时,供给端优质品牌依靠强有力的品牌力背书以及日趋差异化的品牌价值,在快速的渠道拓展下有望脱颖而出。

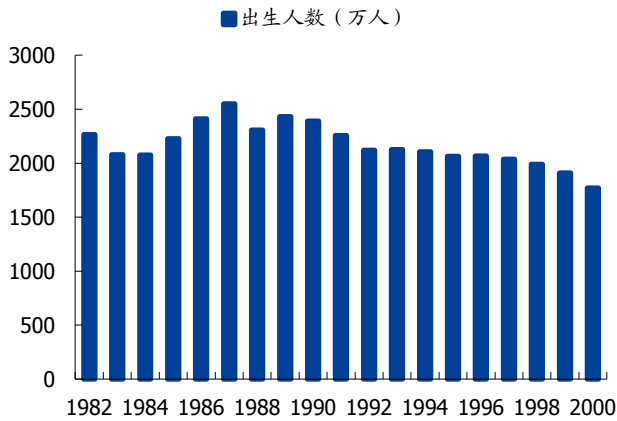
- 受益于我国经济的不断发展,居民人均可支配收入持续稳步增长,同时婚庆市场存在潜在增长空间。根据国家统计局数据显示,2020年全国居民人均可支配收入同比增长4.7%,其中城镇居民人均可支配收入同比增长3.5%。随着居民人均可支配收入的持续提高,消费者珠宝首饰的消费能力及消费意愿有望相应增加。另外婚庆市场珠宝消费在整个珠宝市场占据重要的位置,根据国家统计局数据显示,1982年至2000年中国新生儿均维持在2000万人/年左右,是人口增长高峰期,按照22-30岁适婚年龄计算,这阶段的新生儿在2004年至2030年达到适婚年龄。

图表5: 城乡居民人均可支配收入增速(%)



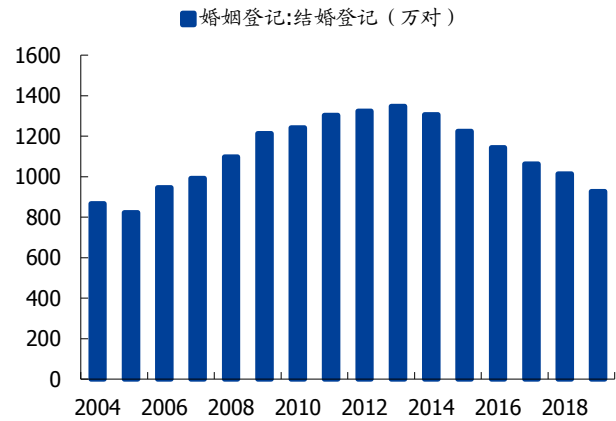
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表6: 1982-2000年出生人数(万人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

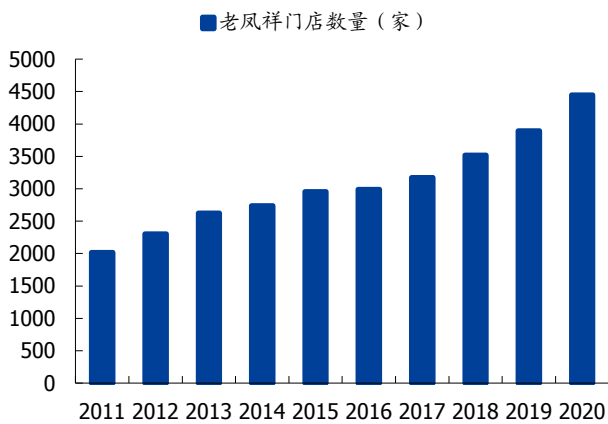
图表7: 结婚登记对数(万对)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

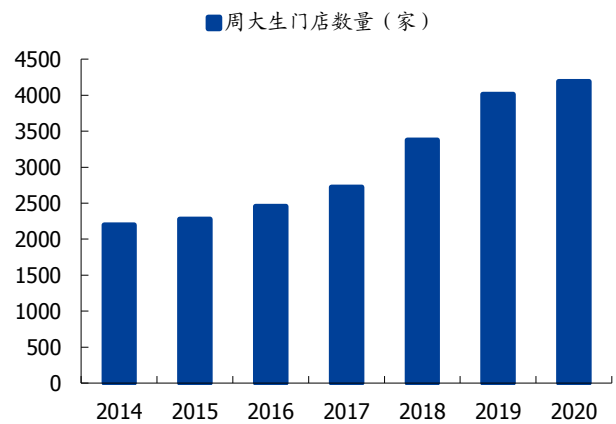
- 我们判断当前珠宝首饰行业正处于集中度提升过程。目前我国珠宝首饰行业竞争激烈，既有知名度高的港资、外资以及内地品牌，也存在大量的知名度较低的珠宝企业，长期来看我们认为头部品牌市场集中度有望提升，一方面是由于龙头品牌知名度高并且品牌价值具有差异性，从而对珠宝首饰产品质量与内涵进行背书；另一方面龙头公司凭借充足的资金实力和渠道资源可以快速的进行门店拓展，优化消费者体验并触达更多消费群体。

图表8: 老凤祥门店数量(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 周大生门店数量(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

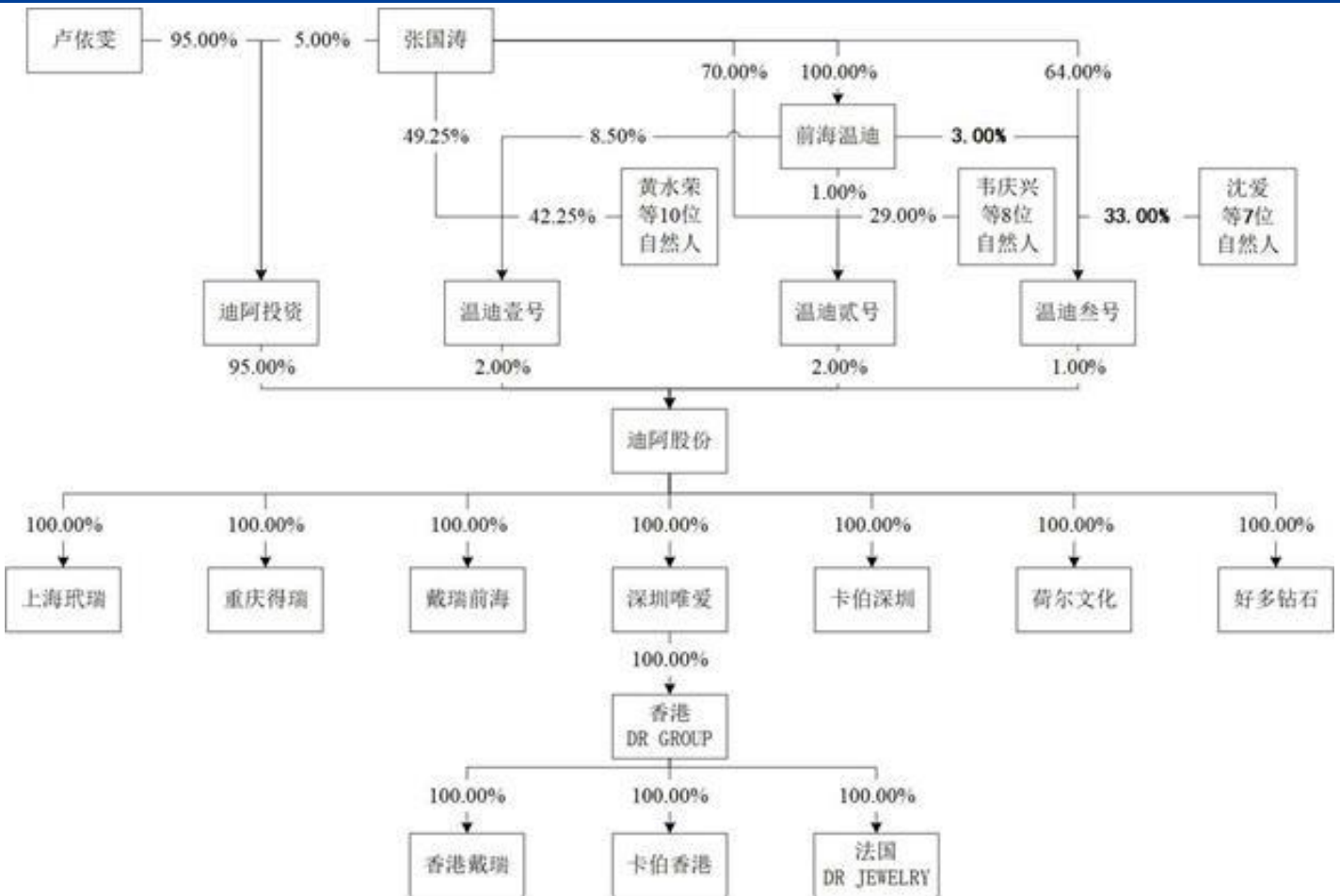
2. 公司概况：婚恋珠宝品牌运营商

迪阿股份主要从事珠宝首饰的品牌运营、定制销售以及研发设计，产品主要为针对婚恋人群的求婚钻戒、结婚对戒，凭借独特的品牌与产品理念（男士一生仅能定制一枚）吸引大量消费者，品牌影响力持续提升，2021H1 公司实现主营业务收入 23.19 亿元，其中求婚钻戒/结婚对戒占比分别为 78.91%/19.42%。

根据公司最新公告披露，本次发行数量为 4001 万股，发行价格 116.88 元/股，募集资金约为 46.76 亿元，根据先前招股书披露本次募集资金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。

股权集中，结构稳定。公司的实际控制人为张国涛、卢依雯夫妇，其中张国涛通过迪阿投资、温迪壹号、温迪贰号、温迪叁号、前海温迪合计间接持有公司 7.995% 股份，卢依雯通过迪阿投资间接持有公司 90.25% 股份，二人合计持有公司 98.245% 股份。截至目前，公司设立有 7 家一级全资子公司、1 家二级全资子公司、3 家三级全资子公司，无其他参股公司。

图表 10: 公司股权结构 (%)



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 11: 子公司名称、定位及具体作用

子公司名称	定位; 具体作用
上海玳瑞	钻石采购服务; 上海玳瑞为钻交所会员, 为公司提供钻石进口及报关服务
重庆得瑞	重庆地区销售; 负责公司在重庆地区的销售
戴瑞前海	供应链; 为公司提供供应链管理、定制产品服务及相关配套服务
深圳唯爱	信息技术服务; 为公司提供信息技术服务及品牌运营服务
卡伯深圳	子品牌培育; 负责公司子品牌 StoryMark 的运营与管理
荷尔文化	线上子品牌培育; 从事线上子品牌 MOSTME 的培育
香港 DR GROUP	境外地区(香港)运营; 负责公司香港地区门店销售以及境外裸钻采购
法国 DR JEWELRY	境外地区(法国)运营; 负责公司在法国地区的销售
香港戴瑞	目前香港戴瑞尚未开展经营
卡伯香港	目前卡伯香港尚未开展经营
好多钻石	钻石采购服务; 负责公司在境内的钻石采购业务

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3. 业务拆解

3.1 品牌营销模式：高效营销方式推广独特品牌理念

推崇“男士一生仅能定制一枚”的独特品牌理念，同婚戒的真爱属性高度匹配。公司产品坚持“男士一生仅能定制一枚”的产品销售策略，男士首次购买求婚钻戒或者结婚对戒中的女戒，需要绑定个人身份证与获赠人姓名，同时签署真爱协议并生成真爱编码，后续该男士无法重复购买求婚钻戒，仅支持升级换款、补购以及重新定制，若再次购买结婚对戒中的女戒则会收到“爱的确认书”，其上显示首次购买时绑定的获赠人姓名。

图表 12: DR 真爱验证

DR真爱验证

您好，购买真爱礼物需要有求婚钻戒购买记录，作为一生唯一凭证。所以在您购物前，我们需要验证您的身份证，以确保您的唯一性。

证件类型	<input type="button" value="中国大陆"/>	<input type="button" value="海外地区"/>	<input type="button" value="港澳台"/>	<input type="button" value="其他"/>
身份证号码	<input type="text" value="身份证号码"/>			
购买人姓名	<input type="text" value="购买人姓名"/>			
购买人实名认证手机号	<input type="text" value="购买人身份证实名认证的手机号"/>			
手机验证码	<input type="text" value="手机短信验证码"/>			<input type="button" value="发送验证码"/>

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

在品牌推广过程中，公司高效利用互联网媒体进行营销。公司在微博、微信、抖音、快手等平台进行品牌推广与私域流量运营，提升品牌认知以及消费者忠诚度，同时和消费者逐步构建紧密关系。目前 DR 品牌在微博、微信、抖音、快手等知名平台已经拥有了超过 2000 万粉丝，粉丝群体代号“DR 族”，成为了 DR 品牌所倡导的爱情观的忠实粉丝，新浪微博#我是 DR 族#的话题已吸引了超过 16 亿次的阅读。

图表 13: 微博话题对比

可比公司(品牌)	话题	阅读量	话题类别
恒信玺利 (I Do)	#敢 boom 瓷就 ido#	1.5 亿	新品推介
	#ido 晚安#	1.3 亿	情感话题
	#小鬼王琳凯 idoboom 瓷系列代言人#	1.1 亿	代言人相关、新品推介
周大生 (周大生)	#周大生宠爱节#	9977.9 万	品牌活动
	#angelababy 周大生珠宝#	2655.5 万	代言人相关
	#周大生陪你去看急诊科医生#	1686.3 万	影视剧植入
周六福 (周六福)	#周六福全新品牌代言人张靓颖#	2412.4 万	代言人相关
	#周六福珠宝全新品牌形象代言人#	449.2 万	代言人相关
	#周六福无极金#	196.0 万	新品推介
莱绅通灵 (莱绅通灵)	#魏大勋莱绅通灵珠宝#	7874.6 万	代言人相关
	#莱绅通灵携手唐嫣#	6017.8 万	代言人相关
	#leysen 莱绅通灵品牌大使#	2005.4 万	代言人相关
曼卡龙 (mclon 曼卡龙)	#曼卡龙·上海时装周#	386.1 万	品牌活动
	#曼卡龙#	17.6 万	品牌话题
	#mclon 曼卡龙珠宝#	6.2 万	品牌话题
迪阿股份 (DR)	#我是 dr 族#	17 亿	粉丝分享
	#你戴上 dr 钻戒的样子真美#	8136.5 万	粉丝分享
	#dr 族真爱故事#	6406.7 万	情感话题

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2 业务模式: 轻资产生产模式

公司在生产模式上采取轻资产经营策略, 将资源投入到品牌建设、渠道拓展、产品研发和供应链整合上, 具体的生产过程通过外包方式来解决。

- 在该模式下, 公司通过 SAP 系统将客户订单需求自动分派给委托加工商进行生产, 公司提供 0.03 克拉以上的钻石原材料, 0.03 克拉及以下的钻石和其他材料由加工商自行提供, 生产完成后加工商负责运送产品到公司, 待公司验收合格后即可登记入库。公司支付的费用包括加工费以及代垫部分辅助材料的费用。
- 在珠宝首饰产业链中, 品牌建设以及渠道拓展的附加值相对于生产环节更高, 因此各大珠宝首饰品牌均不同程度的采用外包方式来解决生产问题。另外, 公司总部位于珠三角, 该地区在长期的发展过程中形成了完善、发达且优质的珠宝加工产业链, 因此为公司外包生产模式的运营提供了可行性。

图表 14: 同业公司生产模式

可比公司 生产模式

莱绅通灵	委外加工为主，2019年委外加工生产量占比 93.53%。
周大生	公司将产品的生产全部外包予专业的珠宝首饰生产厂商。
恒信玺利	公司产品生产均在外包工厂完成，公司主要负责产品研发设计和销售。
周六福	公司生产模式以委外加工为主，结合少量自行生产。
曼卡龙	除部分成品采购外，公司产品采用委托加工方式生产。
迪阿股份	公司产品全部委托给专业的珠宝首饰生产厂商加工生产。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

在原材料采购方面，公司采取境外采购为主，境内采购为辅的方式，提升采购效率。目前全球钻石产地和加工地主要在印度、南非等境外地区，境外钻石供应商拥有丰富的钻石资源，同时公司直采具有一定的价格优势，因此公司在批量钻石备货时优先考虑境外供应商，但是由于境外采购钻石需要通过钻石交易所进行报关，导致货品交期较长，所以对于加急订单或者临时订单等交期要求较高的货品，公司一般从境内供应商处采购钻石。

3.3 渠道模式：线下全自营，线上线下一融合

公司具有完善且相互融合的线上线下消费渠道，其中线下渠道为保证终端管控与品牌建设效率，采取全自营的渠道拓展模式。根据公司披露，截至 2021 年 6 月末，公司线下门店有直营店 345 家、联营店 30 家，覆盖了大陆境内除了西藏之外的省份、自治区和直辖市，以及中国香港和法国巴黎。

- 线下渠道对于公司以及消费者来说，在珠宝产品销售与购买的场所之外，扮演着传递品牌真爱理念的重要作用。珠宝产品单价高、体验感强，店铺形象对于提升消费者体验具有重要作用，因此公司旗下的真爱体验旗舰店在产品销售之外，还为消费者提供求婚场地布置等服务，传递 DR 所奉行的真爱理念，优化消费者购物体验。

图表 15: 巴黎卢浮宫店



巴黎卢浮宫店

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 16: 宁波和义大道店



宁波和义大道店

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

- 公司同时建设线上渠道，目前消费者可以通过官网、小程序、天猫以及京东旗舰店等进行产品浏览与购买，但是由于产品的定制化的消费模式，线上收入占比较低，仅为 10%左右。

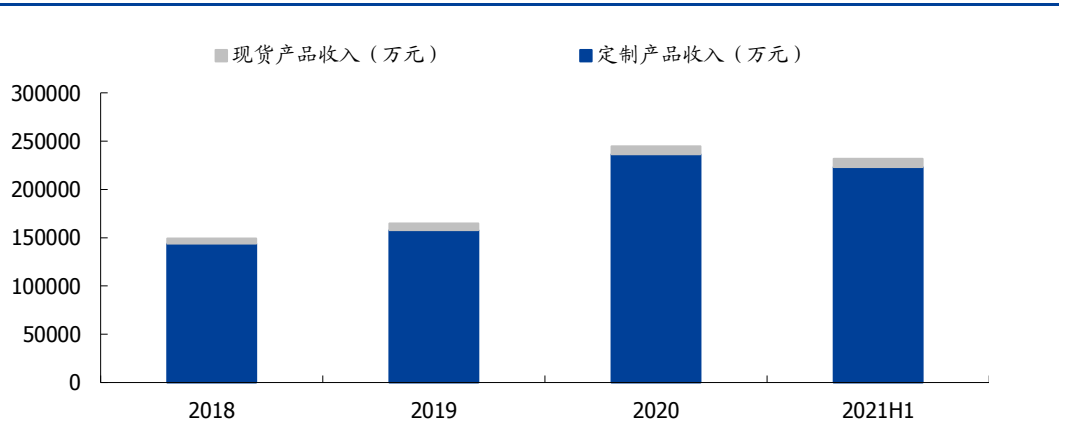
图表 17: DR 官方网站



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

在销售模式上, 同品牌理念相契合, 公司主要采取定制化销售方式, 突出品牌的真爱理念。定制模式下, 消费者通过公司线上或者线下门店进行下单并支付订金(预付款形式, 占比至少为订单总额的 30%), 之后由公司委托加工生产, 并在收取尾款后将安排发货至消费者或附近门店自取, 定制周期一般不超 30 天。2018-2021H1, 公司定制产品销售收入占主营业务收入的比例分别为 96.39%、95.65%、96.61%、96.23%, 没有显著变动。

图表 18: 定制产品收入 (万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 19: 定制化产品与现货销售的优劣势比较

项目	定制化产品	现货销售
时效性	定制周期一般不超过 30 天	当场取货
钻石选择	可供选择的钻石参数较多	仅可在门店现有铺货中选择
手寸选择	根据消费者手寸量身定制	仅可在门店现有铺货中选择
铺货规模	店铺铺货以样品为主, 铺货金额小, 开店成本低	店铺需要铺大量现货, 铺货金额大, 开店成本高
存货周转率	由于存货以样品为主, 金额低, 且成品主要为客户定制产品, 因此存货周转率高	存货以现货为主, 金额高。由于成品用于陈列, 并非顾客已选购的商品, 存货周转率低
资金周转率	定制产品会先收取部分订金, 然后组织生产, 因此资金周转率较高	现货需要珠宝零售商垫资铺货, 资金周转率较低

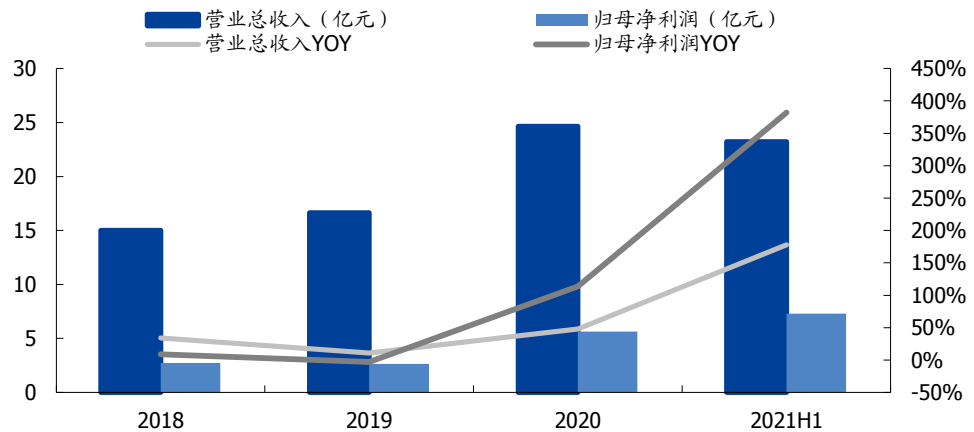
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

4. 财务数据拆解

4.1 收入端：营收规模持续扩大

根据公司披露，2018-2021H1 公司分别实现营收 15/16.65/24.64/23.20 亿元，同比增长 34.3%/11.0%/48.1%/177.7%。

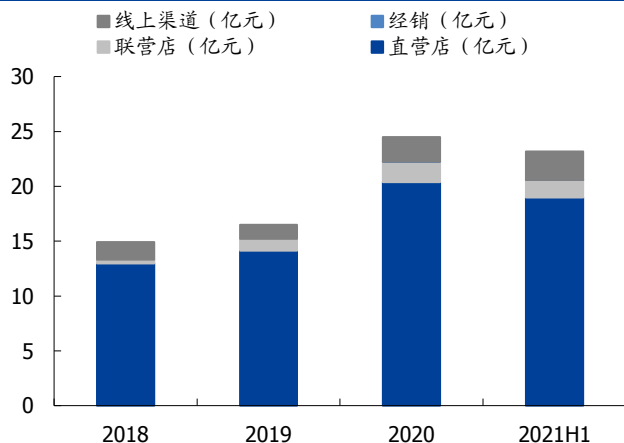
图表 20: 公司收入业绩增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

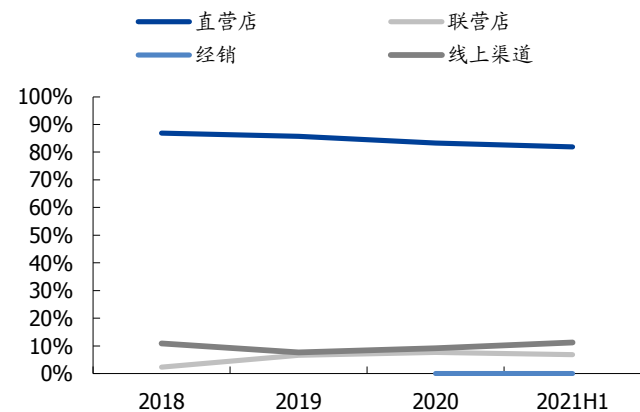
分渠道拆分: 公司营收主要来自于线下渠道, 同公司以定制钻戒为主的业务模式相匹配, 2018-2021H1 线下收入占公司主营收入比重分别为 89.16% /92.33%/90.89%/88.79%。在公司主品牌 DR 之外, 公司目前正在孵化新品牌 Story Mark, 2020 年下半年开始尝试通过经销模式扩展业务。由于公司收入以线下渠道为主, 因此收入波动主要受到线下门店扩张以及店效变动影响, 可以发现 2018 和 2019 年门店数量扩张增速要快于收入增速, 然而 2020 年则相反。具体原因如下:

图表 21: 公司主营收入分渠道拆分 (亿元)



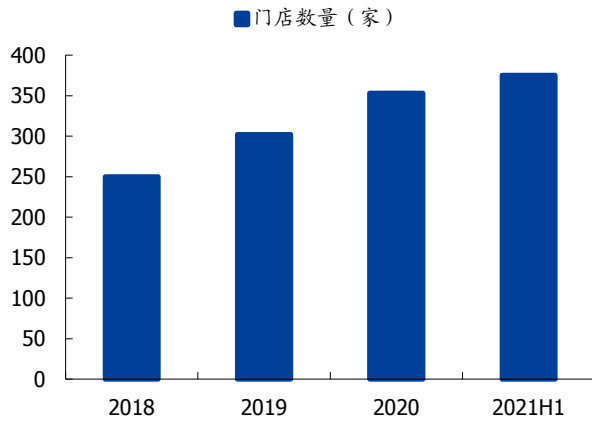
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 22: 公司主营收入分渠道拆分占比 (%)



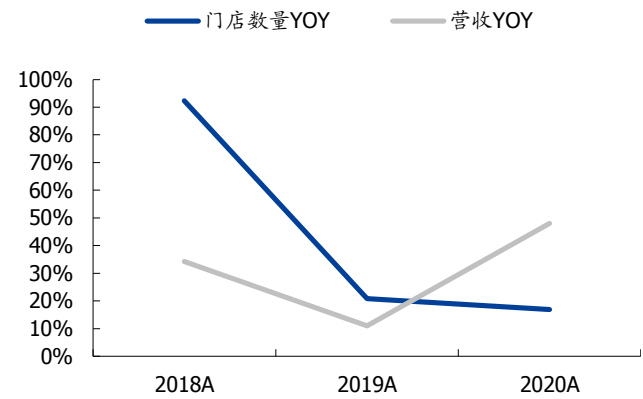
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 23: 线下渠道门店数量 (家)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

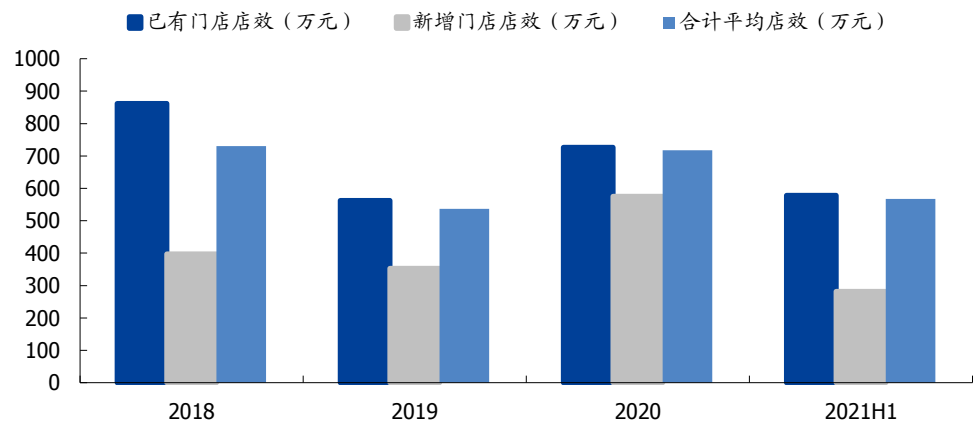
图表 24: 线下渠道门店数量 YOY 及营收 YOY (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

- 2018-2019 年: 该阶段品牌处于快速开店阶段, 由于新开店在聚焦人气、传播口碑、形成品牌影响力方面需要时间积累, 因此存在盈利爬坡期 (一般而言新店的盈利爬坡期大约在 6 个月左右), 故门店数量的大幅扩张导致平均店效降低, 整体收入增速放缓。
- 2020 年之后: 该阶段门店数量扩展放缓, 并且对于新开店的选址策略为“填补空白城市和空白商圈”, 同时品牌的影响力和渠道运营效率也在提升, 消费在疫情后也整体呈现复苏状态, 因此营收增速快于门店拓展速度。

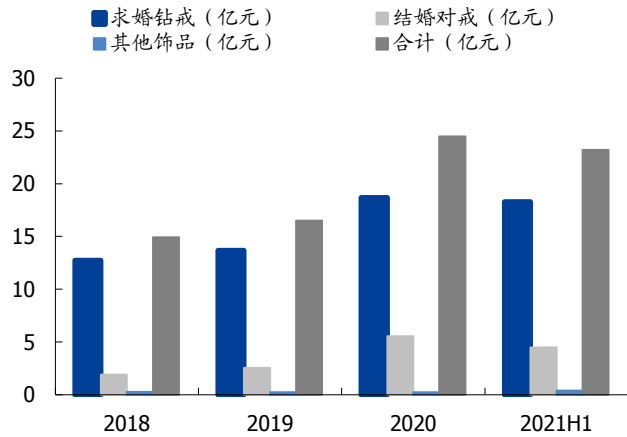
图表 25: 店效 (万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

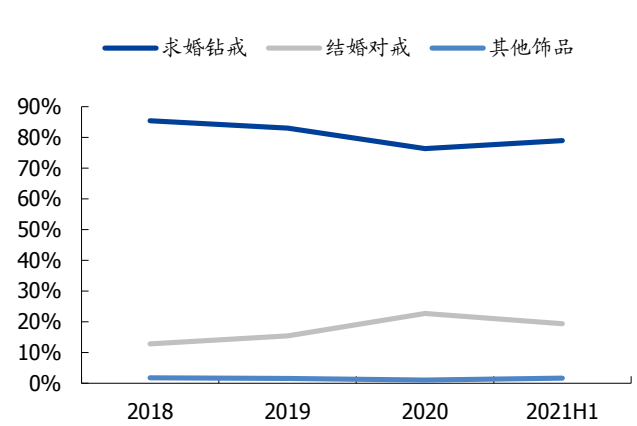
分产品拆分: 公司主要产品类型为求婚钻戒和结婚对戒, 2018-2021H1 求婚钻戒和结婚对戒合计占公司主营业务收入比重分别为 98.22%/98.42%/98.97%/98.32%, 占比保持稳定。细分来看 2019 年开始, 结婚对戒占比提升明显, 主要系 2019 年下半年开始公司为进一步满足消费者需求, 放开了结婚对戒中女戒的首次购买限制, 因此 2019 年和 2020 年结婚对戒销售额增长明显。

图表 26: 主营收入分产品拆分 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

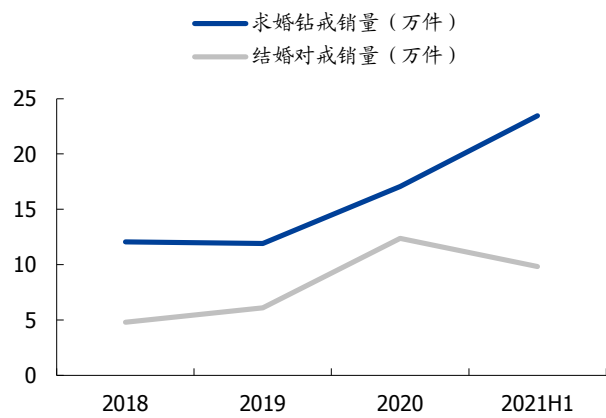
图表 27: 主营收入分产品拆分占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

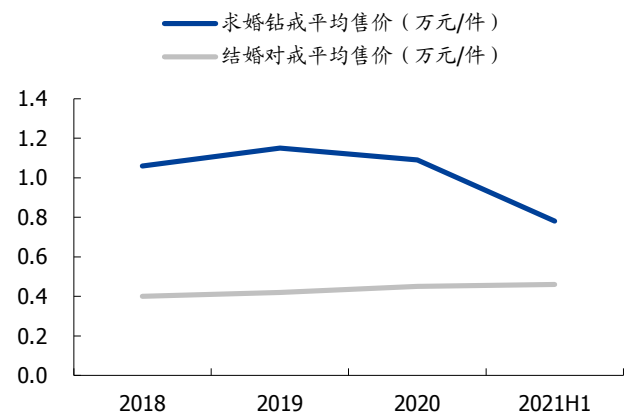
- **量价分析:** 报告期内公司求婚钻戒和结婚对戒的销量整体呈现增长态势。1) 2019 年求婚钻戒销量同比下滑, 主要由于 2019 年 7 月开始, 公司为了进一步满足消费者需求, 消费者可将结婚对戒中的女戒作为其购买的首件 DR 品牌产品, 部分求婚钻戒的购买需求因此分流至结婚对戒。2) 2020 年度公司产品销量表现明显增长, 主要系部分低钻重产品销量增长明显, 同时公司推出“三戒一生”的产品组合概念, 另外品牌影响以及门店运营能力提升明显。3) 从单价上来看, 2020 年度以来求婚钻戒价格下降主要系部分低钻重产品销量大幅增长以及品牌年轻客户增加所致。

图表 28: 不同产品销量 (万件)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 29: 不同产品平均售价 (万元/件)

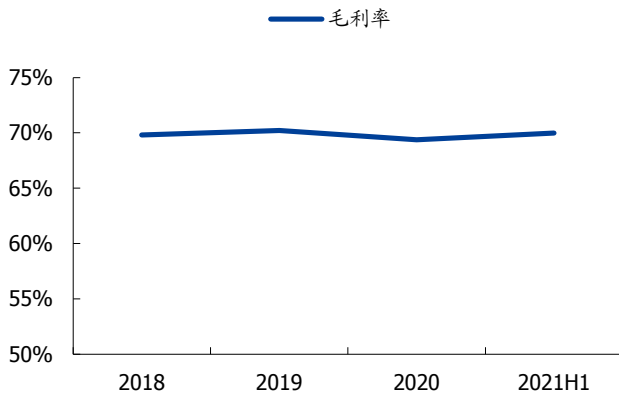


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

4.2 盈利端: 盈利质量快速提升

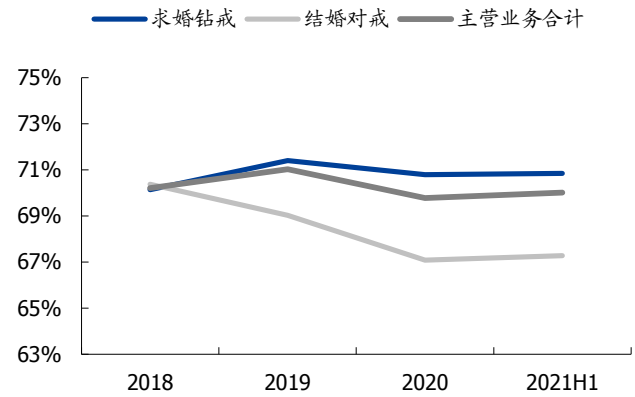
公司 2018-2021H1 毛利率分别为 69.82%/70.21%/69.37%/70.00%, 整体毛利率保持稳定。分产品拆分来看, 2018-2021H1 求婚钻戒毛利率分别为 70.14%/71.4%/70.79%/70.84%, 2018-2021H1 结婚对戒毛利率分别为 70.37%/69.02%/67.08%/67.28%。

图表 30: 公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 公司求婚钻戒、结婚对戒以及主营业务毛利率 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

同行业内其他公司对比来看, 公司整体毛利率高于同业公司, 主要系 1) 渠道模式以及收入确认方式差异; 2) 品牌内涵、定制化销售方式以及增值服务丰富带来产品溢价。

- **渠道模式差异与收入确认方式差异:** 公司采取全自营的销售模式, 同行业可比公司则一般同时采用加盟和自营相结合的销售模式。同时针对自营模式下联营店收入确认方式, 公司采取总额法确认收入, 即销售额全额确认收入, 可比公司则采用净额法确认收入 (销售额-支付给商场的费用)。剔除该项差异后, 公司毛利率仍然较可比公司高出约 3-5 个百分点。

图表 32: 同行业公司渠道模式 (%)

公司名称	收入构成		门店构成	
	加盟收入占比	自营收入占比	加盟店数量占比	自营店数量占比
莱绅通灵	14.56%	85.44%	49.23%	50.77%
恒信玺利	55.63%	44.37%	78.35%	21.65%
周大生	58.31%	39.85%	94.29%	5.71%
周六福	62.05%	37.95%	99.19%	0.81%
曼卡龙	26.18%	73.11%	48.62%	51.38%
平均值	43.35%	56.14%	73.94%	26.06%
迪阿股份	-	100.00%	-	100.00%

资料来源: 招股说明书, 本表收入占比为各销售模式收入/主营业务收入, 部分可比公司主营业务收入中存在其他类型收入, 故本表收入占比加总不等于 100%。周六福为 2020 年 1-6 月/2020 年 6 月末数据, 莱绅通灵、恒信玺利为 2020 年度/2020 年末数据, 周大生、曼卡龙为 2021 年 6 月末数, 国盛证券研究所

- **品牌内涵、定制化销售方式以及增值服务丰富带来产品溢价。** 1) 通过赋予钻戒“唯一”特质, DR 求婚钻戒在消费者心中形成特有的品牌情感内涵, 赋予了公司产品一定的溢价空间。2) 另外, 同行业可比公司以现货销售为主, 公司采取定制模式, 消费者价格敏感度更低。3) 最后, 公司自营门店可以为消费者提供真爱协议、门店求婚仪式等增值服务, 进一步丰富消费者体验从而带来溢价空间。

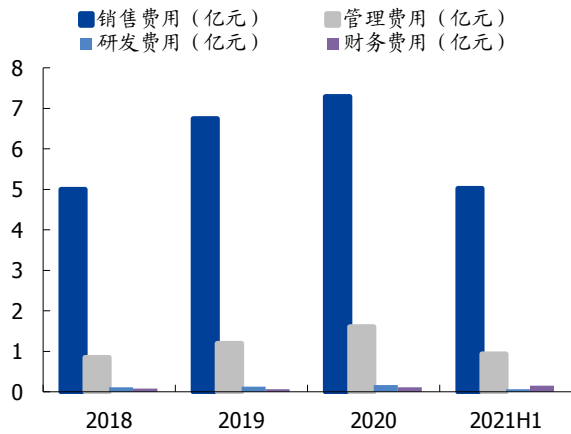
图表 33: 公司产品与同行业可比公司相似参数的竞品售价对比 (元)

钻石形状	钻重	颜色	净度	戒托款式	DR 售价	竞品售价
圆形	0.3 克拉	I-J	SI~VS	简单款	12669~14349	8559~11123
圆形	0.4 克拉	F-G	SI~VS	简单款	18899~20559	13417~25320
圆形	0.5 克拉	I-J	SI~VVS	简单款	25449~32889	18068~27838

资料来源: 招股说明书, 本表中竞品售价为 2020 年 11 月 30 日天猫旗舰店售价 (含税), DR 为相同时点官网售价 (各渠道统一定价), 国盛证券研究所

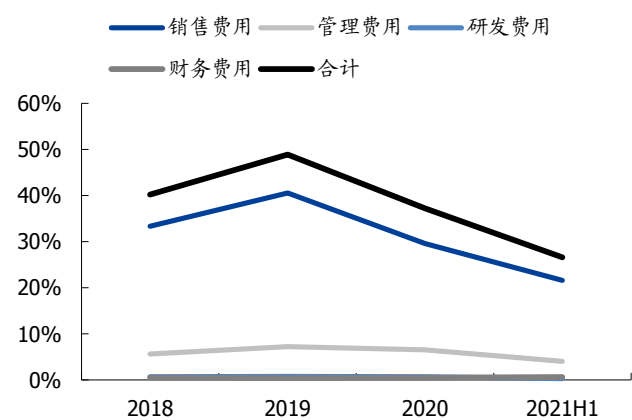
伴随着营收规模的快速扩张以及费用管控效率的提升, 费用率整体呈现下行趋势, **2018-2021H1 期间费用率为 40.19%/48.89%/37.23%/26.56%**。分阶段来看, 2018-2019 年期间费用率提升明显, 主要系期内公司持续加大销售渠道建设、人才发展、系统和办公等方面投入增加所致。2020 年以来, 收入规模快速扩张, 同时受益于公司高效的费用管控、投入成本结构优化、社保与租金减免, 费用增幅弱于收入增幅, 期间费用率下降。

图表 34: 期间费用 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 35: 期间费用占营收比重 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

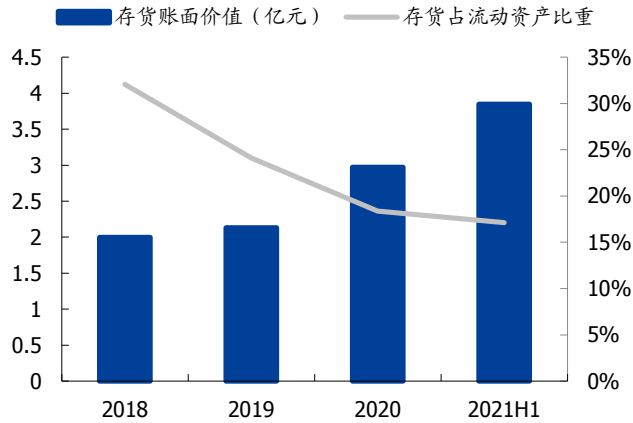
综上, 受益于毛利率的稳定以及费用率的持续下行, 公司净利率走高, **2018-2021H1 净利率分别为 18.17%/15.86%/22.86%/31.41%**。

4.3 营运端: 周转效率高

2018-2021H1 公司存货账面价值分别为 2/2.13/2.97/3.85 亿元, 随着经营规模的扩大, 各期末的存货账面价值相应上升, 占流动资产比重分别为 **32.06%/24.11%/18.35%/17.13%**。

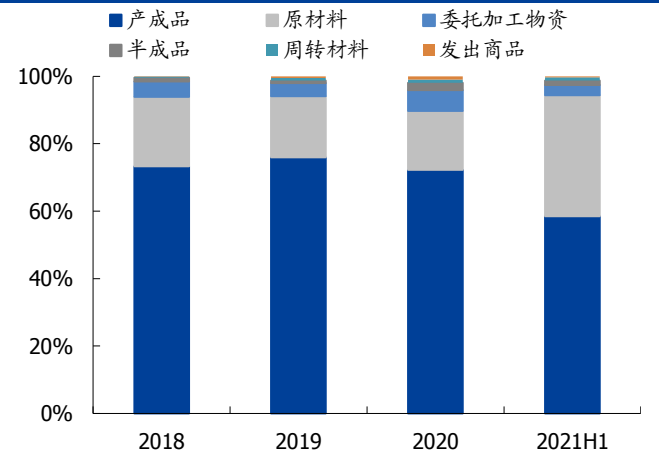
- 存货结构: 存货以产成品和原材料为主, 2018-2021H1 产成品和原材料余额合计占整体存货余额比重分别为 93.93%/94.11%/89.73%/94.38%, 其中产成品主要为钻石镶嵌饰品, 原材料主要为对外采购的钻石。

图表 36: 存货账面价值及占流动资产比重 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

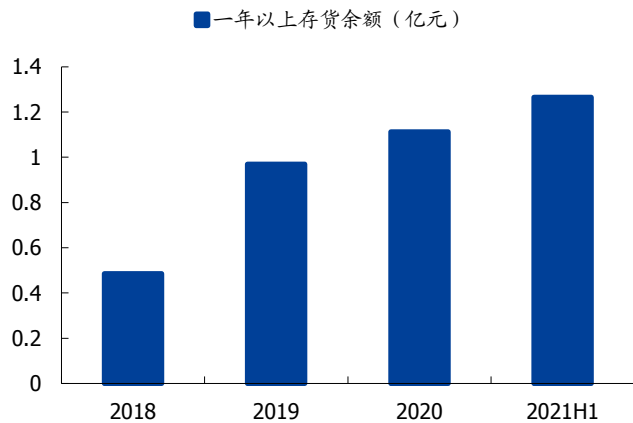
图表 37: 存货余额结构 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

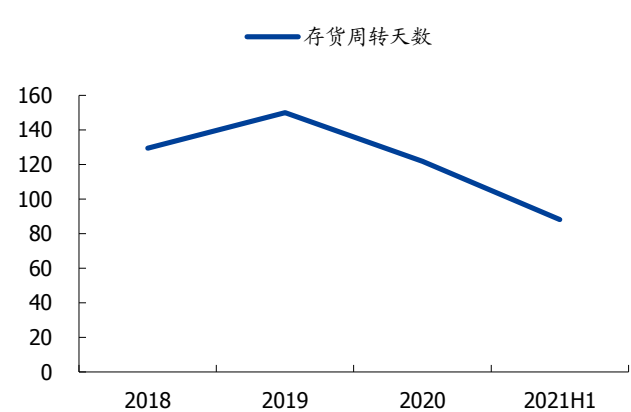
- 库龄: 2018-2021H1 公司库龄超过 1 年以上的存货余额分别为 0.49/0.97/1.11/1.27 亿元, 该部分货品主要为已生产的钻石镶嵌饰品, 用于保证线下门店一定量的铺货。
- 存货周转: 公司存货周转率与同行业可比公司相比较高, 主要是由于公司产品多以定制销售为主, 与同行业可比公司现货销售为主的经营模式相比, 店铺铺货和供应链周转备货大幅减少, 因此存货周转率较高。

图表 38: 一年以上存货余额 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 39: 存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

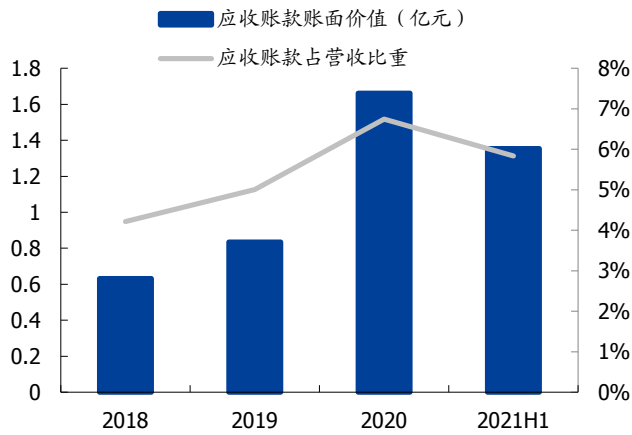
图表 40: 存货周转率同业对比

	2021H1	2020	2019	2018
莱绅通灵	0.23	0.33	0.35	0.51
恒信玺利	0.19	0.34	0.47	0.43
周大生	0.64	1.2	1.33	1.36
周六福	-	-	1.83	1.87
曼卡龙	1.37	1.71	1.92	2.03
平均值	0.61	0.89	1.18	1.24
迪阿股份	2	2.92	2.38	2.73

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

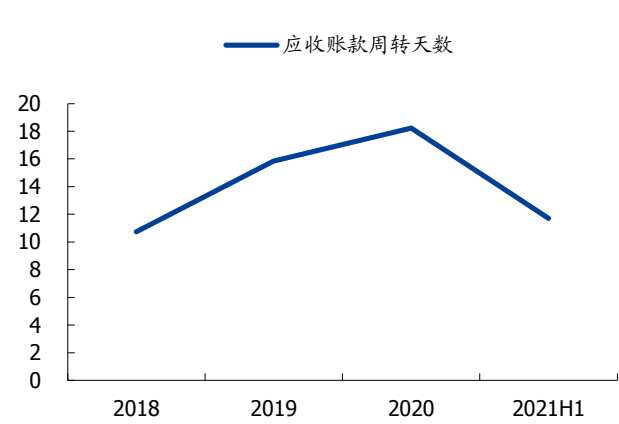
2018-2021H1 公司应收账款账面价值分别为 0.63/0.83/1.66/1.35 亿元，占当期营业收入比重为 4.22%/5.01%/6.74%/5.83%，由于公司采用全自营的渠道销售模式，因此应收账款占比较低。应收账款周转方面，2018-2020 年公司应收账款周转天数逐年上升，主要系随着公司业务规模扩大，以代收款方式结算的门店数量增加，导致应收账款周转天数延长。

图表 41: 应收账款账面价值及占营收比重 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

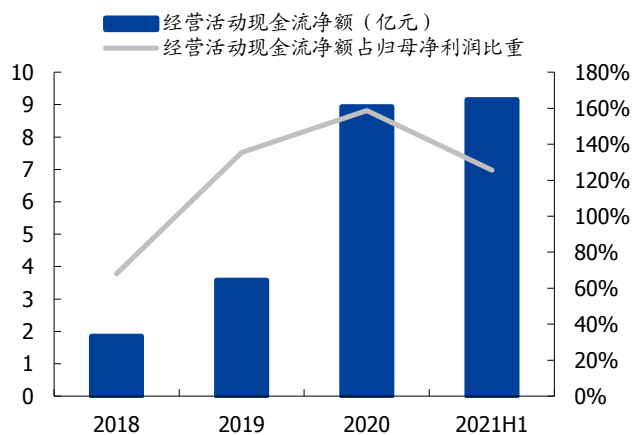
图表 42: 应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

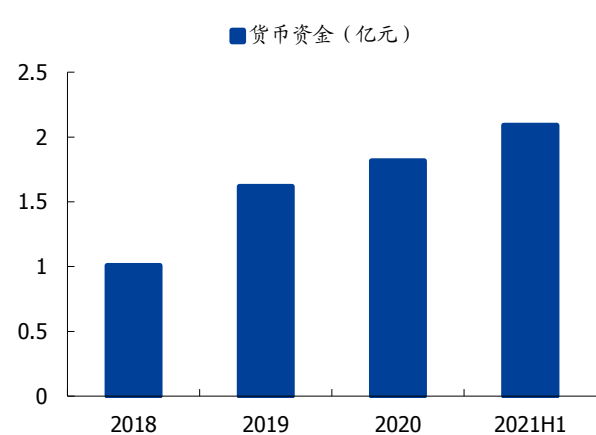
2018-2021H1 经营活动现金流净额持续增加，考虑到公司全直营的经营模式，因此我们认为公司现金流的稳定性强。随着现金流的稳定增加，公司货币资金也呈现逐年增长态势。

图表 43: 经营活动现金流净额及占归母净利润比重 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 货币资金 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 风险提示

新冠疫情反复风险；线下渠道扩张不及预期；婚庆市场发展不及预期；行业竞争激烈影响品牌独特性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com