



Research and
Development Center

钻饰龙头品牌商，门店扩张助力份额提升

—迪阿股份(301177.SZ)公司深度报告

2021 年 12 月 10 日

汲肖飞 纺织轻工行业首席分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
185 1658 2264
Liyuanyuan1@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

迪阿股份 (301177.SZ)

投资评级

首次覆盖

钻饰龙头品牌商，门店扩张助力份额提升

2021 年 12 月 10 日

本期内容提要：

- ◆ **国内领先婚庆钻饰品牌商，20 年以来收入业绩快速增长。**公司成立于 2010 年，主要经营 DR 品牌，为婚恋人群定制高品质求婚钻戒、结婚对戒等钻饰。公司实际控制人及一致行动人张国涛、卢依雯夫妇上市前合计持有公司 98.25% 股份，股权高度集中，核心高管团队上市前获得一定股权，团队稳定且激励充分。本次实际发行股本 4001 万股，占发行后总股本的 10%，其中战略配售 354.6 万股，占发行总股本的 8.86%，扣除发行费用后募集资金 44.44 亿元。2020 年公司实现收入、归母净利润分别为 24.65 亿元、5.63 亿元，同比增速分别为 48%、113%，17-20 年复合增速分别为 30%、31%，公司收入业绩快速增长；21 年前三季度收入业绩同比增速分别达 128%、218%，20 年以来受门店坪效提升收入业绩加速增长，净利率持续优化。
- ◆ **求婚钻戒产品贡献主要收入，20 年以来单店产出提升，门店盈利状况良好。**公司采用定制为主的销售模式，0.03 克拉以下产品统一采购委外加工生产，轻资产模式运营。从产品维度：1) 求婚钻戒产品贡献主要收入，毛利率稳定，20 年收入占比 76.3%，毛利率为 70.8%，结婚对戒产品收入占比提升，受金价影响 20 年毛利率下降至 67.1%；2) 整体收入以销量驱动为主，单价提升趋势不显著。从渠道维度：1) 线下门店销售占主导，20 年收入占比 90.9%，18-20 年复合增速为 29.3%；线上渠道以天猫、官网等销售为主，18-20 年维持 17.4% 复合增速；2) 17 年以来门店数量快速增长，17-20 年门店复合增速为 54.5%，21H1 期末门店数量达 375 家；20 年以来受益于良好市场推广效果、次新店逐步爬坡、门店分流效应降低等因素单店产出逐步提升，21H1 单店产出为 567 万/上半年；3) 线下门店盈利水平良好，仅考虑租金装修、销售人员薪酬、市场推广费用 18-20 年期间平均单店利润率达 38%，21H1 受益于坪效提升可达 50%。
- ◆ **渗透率提升成为钻饰市场增长重要驱动力，行业集中度低，头部品牌有望提升市占率。**根据戴比尔斯《钻石行业洞察报告》，2019 年中国钻饰市场规模约 687 亿元，13-19 年复合增速为 2.6%，行业进入低速平稳发展阶段。结婚登记对数逐年下降影响婚庆钻石消费，渗透率提升成为行业重要推动力；一方面，2020 年我国结婚登记对数为 813 万，同降 12.3%，13 年以来逐年下降，人群基数缩水一定程度影响钻石消费，另一方面，2017 年我国新婚夫妇购买钻戒比例达 47%，相比于美国、日本发达市场分别 70%、60% 渗透率仍有提升空间。根据欧睿咨询，珠宝首饰竞争格局分散，头部品牌份额稳步提升，2019 年 CR10 仅 22.7%，较 15 年份额提升 5.2pct。专业钻石品牌商有望依托差异化竞争策略及稳健扩张策略提升市场份额，以收入/行业规模口径衡量，公司 2020 年钻饰市场份额达 3.5%，较 17 年提升 1.8pct；以顾客数量/结婚登记对数口径衡量，公司 21H1 份额可达 6.5%，较 18 年提升 5.3pct。
- ◆ **独特品牌理念、灵活流量运营、创新销售模式构筑竞争壁垒。**我们认为，公司竞争优势体现在三方面：1) 以男士“一生仅能定制一枚”到“一生仅爱一人”的独特理念提升品牌区隔度，绑定用户情感，建立品牌心智，彰显一定品牌溢价，公司克拉价格处于行业较高水平，以 20 年自营渠道镶嵌类毛利率为例，公司毛利高于周大生、菜绅通灵 7pct 以上；2) 善于捕捉流量变化趋势，高效市场推广为线下门店引流，18-19 年注重微博小红书等社交媒体投放，20 年以来加大抖音等短视频媒体投放，新媒体平

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

台制造 17 亿级超级话题，三微一抖平台运营粉丝量约 1294 万，助力年轻用户获取，提升线下门店坪效；3) 纯直营模式保障用户体验，定制化销售模式为客户提供多样化选择的同时实现低库存高周转，20 年存货周转次数为 2.9 次，远低于同业水平。

◆**资金助力门店稳健扩张、产品不断丰富推动公司未来增长。**未来公司有望在钻饰市场中继续提升市场份额，我们认为增长驱动力表现在：1) 资本助力门店扩张，高效门店模型盈利水平有保障；根据公司规模，未来三年拟投资 7.4 亿元开设 238 家门店，预计 T+1、T+2、T+3 年分别建设 78 家（约 0.82 万平方米）、80 家（约 0.88 万平方米）、80 家（约 0.88 万平方米），参考 21H1 坪效水平，新增门店成熟运营下可带来 33.4 亿元收入，有望快速提升公司市场份额；同时，公司历史门店盈利水平较佳，对标同业门店数量及募集资金情况，实际开店空间更广，未来开店可期。2) 推成出新，提升求婚钻戒产品连带率；以销量/结婚登记对数为例，公司 20 年求婚钻戒市场份额达 2.1%，较 18 年提升 0.9pct，展现稳步提升市场地位，同期结婚对戒/求婚钻戒销量比重仅 0.42，未来有望通过强势品类提升其他产品连带率；公司 18 年以来不断增强内部设计，持续推新，有望带动产品销售。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年收入分别 45.9 亿元、63.3 亿元、84.3 亿元，同比增速分别为 86.2%、37.8%、33.3%；2021-2023 年归母净利润分别为 13.4 亿元/18.6 亿元/24.3 亿元，对应增速为 138.6%/38.2%/30.5%，参考发行定价，2021-2023 年公司估值分别为 34.9 倍、25.1 倍、19.2 倍；根据 wind 一致预期，同业可比公司周大福、曼卡龙、中国黄金 21-23 年估值分别为 32.6 倍、26.4 倍、22.1 倍，考虑到公司为细分市场龙头品牌商，开店助力未来高增长，建议积极关注。

◆**股价催化剂：**婚庆钻石市场景气度不断提升；公司门店拓展顺利，单店产出稳步提升，维持高利润率；钻戒产品连带率提升，多品类布局延展顺利等。

◆**风险因素：**婚庆钻饰市场景气度下降风险；婚庆钻饰市场竞争加剧风险；门店开拓不及预期风险；创新理念被模仿复制进而影响品牌力风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,665	2,464	4,590	6,327	8,432
增长率 YoY %	11.0%	48.1%	86.2%	37.8%	33.3%
归属母公司净利润(百万元)	264	563	1,344	1,858	2,425
增长率 YoY%	-3.2%	113.4%	138.6%	38.2%	30.5%
毛利率%	70.2%	69.4%	69.7%	69.7%	69.7%
净资产收益率ROE%	39.4%	50.4%	18.8%	20.6%	21.2%
EPS(摊薄)(元)	0.66	1.41	3.36	4.64	6.06
市盈率 P/E(倍)	—	—	—	—	—
市净率 P/B(倍)	—	—	—	—	—

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

目 录

投资聚焦.....	6
公司概况.....	7
1.1 基本情况：国内领先婚戒定制品牌商，股权高度集中.....	7
1.2 财务分析：2020 年以来收入业绩加速增长，维持高净利率.....	9
业务分析.....	12
2.1 业务模式：定制销售为主，委外加工生产，供应商合作稳定.....	12
2.2 产品维度：结婚对戒产品占比提升，销量驱动为主.....	13
2.3 渠道维度：20 年以来单店产出提升，线上线下共同发力.....	16
2.4 门店模型拆分：租金装修、人力成为主要成本，门店盈利水平良好.....	20
行业分析.....	21
3.1 钻石饰品市场近 700 亿元，渗透率提升带动需求平稳增长.....	21
3.2 行业竞争格局分散，专业钻石品牌集中度提升大有可为.....	23
竞争力分析.....	26
4.1 品牌建设：“一生仅爱一人”品牌理念独树一帜，提升品牌区隔度.....	26
4.2 流量运营：线上运营能力突出，紧抓年轻用户.....	28
4.3 模式创新：直营模式保障用户体验，定制模式实现低库存高周转.....	30
未来看点.....	32
5.1 渠道维度：资金助力门店扩张，高效门店模型盈利水平有保障.....	32
5.2 产品维度：推陈出新，提升求婚钻戒产品连带率.....	33
盈利预测、估值与投资评级.....	34
6.1 盈利预测.....	34
6.2 估值与投资评级.....	35
风险因素.....	35

表 目 录

表 1：公司高管背景及履历.....	8
表 2：公司招股说明书拟募集资金及用途情况.....	9
表 3：公司 2017-2021 年前三季度 ROE 变化情况.....	12
表 4：公司 2018-2021H1 前五大商品情况（单位：亿元）.....	14
表 5：公司求婚钻戒产品价格区间分布情况.....	15
表 6：公司结婚对戒产品价格区间分布情况.....	16
表 7：公司直营门店、联营门店情况.....	17
表 8：不同店龄门店数量、单店产出情况.....	19
表 9：公司线上渠道及拆分情况（单位：百万）.....	19
表 10：公司单店模型重点费用拆分情况.....	21
表 11：钻石行业主要竞争者情况.....	24
表 12：上海钻石交易所会员单位交易排名情况.....	25
表 13：同业可比公司品牌情况内涵比较.....	27
表 14：公司代表产品克拉价格与同业比较.....	28
表 15：公司市场推广费用结构及变化趋势.....	29
表 16：同业可比公司在抖音、微博等平台热点话题搜索情况.....	29
表 17：同业可比公司在抖音、微博等平台粉丝数量情况（单位：万）.....	30
表 18：同业可比公司门店扩张模式差异.....	31
表 19：公司未来拟扩展门店类型及布局情况.....	32
表 20：公司招股书披露门店扩张预期进度情况.....	33
表 21：同业可比公司 2018-2021H1 门店布局数量及变化.....	33
表 22：公司收入成本拆分及预测（单位：百万元）.....	35
表 23：公司同业可比公司估值情况.....	35

图 目 录

图 1：公司主要产品情况.....	7
图 2：公司发展历程.....	8
图 3：公司股权结构（截止 2021H1）.....	8
图 4：2017 年-2021 年前三季度公司收入及增速.....	10
图 5：2017 年-2021 年前三季度公司归母净利润及增速.....	10
图 6：2017 年-2021 年前三季度公司毛利率及归母净利率.....	11
图 7：2017 年-2021 年前三季度公司期间费用率.....	11
图 8：2018 年-2021H1 销售费用明细项目占比收入.....	11
图 9：2018 年-2021H1 管理费用明细项目占比收入.....	11
图 10：2017 年-2021 年前三季度公司类现金及现金流情况.....	12

图 11: 2017 年-2021 年前三季度公司现金周期情况 (天)	12
图 12: 公司顾客定制化选择产品路径	13
图 13: 公司业务模式流程图	13
图 14: 公司 2018-21H1 定制化产品销售占比情况	13
图 15: 公司 2018-21H1 前五大委外加工商采购金额比重	13
图 16: 公司 2018-2021H1 分产品收入及增速	14
图 17: 公司 2018-2021H1 分产品毛利率情况	14
图 18: 公司 2018-2021H1 产品销量及增速	15
图 19: 公司 2018-2021H1 产品平均价格及增速	15
图 20: 公司 2018-2021H1 分渠道收入及增速	17
图 21: 公司 2018-2021H1 分渠道毛利率情况	17
图 22: 公司门店布局情况	18
图 23: 公司 2020-2021H1 分地区收入占比	18
图 24: 公司 2017-2021H1 门店数量变化情况 (单位: 家)	18
图 25: 公司 2017-2021H1 单店产出变化情况 (单位: 万/年)	18
图 26: 2020 年中国珠宝市场消费额结构	21
图 27: 2019 年全球钻石需求分布情况	21
图 28: 2013-2019 年中国钻石需求情况 (亿元)	22
图 29: 2002 年以来上海钻石交易所钻石进口交易额情况 (亿美元)	22
图 30: 2004-2020 年中国结婚登记对数变化 (万对)	22
图 31: 1982 年以来我国新生儿数量变化情况 (万人)	22
图 32: 各国新婚夫妇购买钻石的渗透率	23
图 33: 我国各线城市城市钻石饰品渗透率	23
图 34: 2015-2019 年中国内地珠宝首饰行业集中度变化情况	23
图 35: 2019 年中国内地珠宝首饰品牌 CR10 份额情况 (单位: %)	23
图 36: 公司 18-21H1 顾客数量占结婚登记对数比重变化	25
图 37: 代表品牌钻石类收入占比钻石首饰市场规模变化	25
图 38: 2018-2020 年全球培育钻石与天然钻石产量比较	26
图 39: 全球各国培育钻石消费分布	26
图 40: 公司 2018-2021H1 有效身份证件产品购买比例情况	27
图 41: 公司 2018-2021H1 产品退货、换货收入占比情况	27
图 42: 公司部分城市真爱体验门店形象	28
图 43: 同业镶嵌类产品自营渠道毛利率比较	28
图 44: 公司 2018-2021H1 有效身份证件产品购买比例情况	30
图 45: 2019 年中国结婚登记人口结构情况	30
图 46: 同业可比公司 2018-2021H1 存货周转次数比较	31
图 47: 公司 IT 技术人员人数变化	32
图 48: 公司未来 3 年信息化系统拟投入金额 (万元)	32
图 49: 公司 2018-2021H1 求婚钻戒占结婚登记对数比重	34
图 50: 公司 2018-2021H1 结婚对戒与求婚钻戒销量比重	34
图 51: 公司 2018-2021H1 产品款式新增情况	34
图 52: 公司未来 3 年合作研发及自创设计情况	34

投资聚焦

我们与市场主流认识不同的地方在于：

1) **婚庆钻饰消费渗透率提升可对冲结婚登记对数人数下降风险，头部品牌份额可继续攀升。**市场对婚庆珠宝消费市场较为悲观，主要在于近年来结婚登记对数不断下降，2020年结婚登记对数为813万对，同降12.3%；且1989年到2000年出生人口基数下降，影响未来适婚人群基数，进而影响钻饰消费。我们认为，一方面，钻饰消费渗透率仍具备提升空间，可部分对冲人群基数下降影响，根据戴比尔斯，2017年我国新婚夫妇购买钻戒渗透率约47%，相比于美国、日本同期渗透率约70%、60%仍有提升空间，婚庆消费外，仍有节假日等消费需求；另一方面，行业集中度较低，头部品牌可凭借本身品牌理念、渠道延展等优势不断提升市场份额，对冲人群基数下降风险，根据欧睿咨询，2019年中国珠宝行业CR10为22.7%，较15年提升5.2pct，行业集中度整体偏低，但龙头品牌借助自身品牌沉淀、深度渠道覆盖等优势不断提升市场份额。

2) **品牌理念、流量运营、创新模式为公司构筑高壁垒，门店扩展空间较大，公司未来份额提升可期。**市场低估了公司在细分市场的护城河，对标同业门店基数，公司有望在激励竞争市场中夯实地位提升份额。我们认为，公司三大竞争优势构筑高护城河：1) 以男生一生仅爱一人的独特品牌理念提升品牌区隔度，通过绑定用户身份证的方式将抽象概念具像化，建立品牌心智，提升品牌溢价；2) 善于捕捉流量变化趋势，新营销领先，把握年轻用户群；3) 定制+直营模式，保障用户服务体验、提供多样化选择的同时，减轻开店、存货等资金压力，实现高效周转。截止21H1，公司门店数量仅375家，对标行业综合珠宝龙头品牌商，如周大生同期门店数超过4000家，公司开店空间较大；未来公司有望在资金助力下加大开店力度，触达更多用户，实现转化。

公司概况

1.1 基本情况：国内领先婚戒定制品牌商，股权高度集中

国内领先婚戒定制品牌商。公司成立于 2010 年，主要从事珠宝首饰的品牌运营、研发设计、定制销售，主要经营 DR 品牌（Darry Ring），为婚恋人群定制高品质的求婚钻戒、结婚对戒及其他饰品等产品，创立之初采用“男士一生仅能定制一枚”DR 求婚钻戒，后品牌主张延展至“男士一生仅爱一人”，持续向消费者传达 DR 品牌“一生·唯一·真爱”的爱情观。

图 1：公司主要产品情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司进入门店数量快速增长阶段，品牌力不断增强。公司经过十年扩张门店已遍布全国，复盘公司发展历程，具体如下：

2010-2016 年，公司处于初期发展阶段。公司前身为茵赛特咨询，主要从事咨询服务，2011 年 7 月更名“深圳市戴瑞珠宝有限公司”，主营珠宝首饰业务。公司创立初期基于对互联网产业红利以及用户对钻石诉求的敏锐洞察提出“一生只送一人”的经营理念，实现初始客户资源的有效积累，2015 年芭莎珠宝夜宴上荣获“年度浪漫珠宝创意奖”，2016 年 LOVE LINE 系列荣获“年度匠心浪漫珠宝奖”。

2017-2019 年，门店快速扩张为快速发展奠定基础。2017 年起，公司门店数量逐年快速增加，增加品牌曝光度、培育线下流量入口，截止 2019 年期末公司门店数量达到 302 家，较 2017 年年初增加 270 余家。同年 7 月，公司改组股份公司，由戴瑞珠宝整体变更为迪阿股份有限公司。

2020 年至今，单店产出优化，门店持续扩张，积极拥抱新媒体。公司 2020 年以来继续门店扩张，以填补空白商圈、城市为主，依托微博、微信、抖音、快手等社交内容平台精细化运营粉丝，实现线下导流，单店产出逐步优化。2021 年，公司冲刺 IPO，借助资本推动更快发展。

图 2：公司发展历程


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

核心高管团队稳定，具有丰富消费品营销运营经验。公司实际控制人及一致行动人张国涛、卢依雯夫妇具备丰富市场营销策划经验；核心高管韦庆兴曾就职于大型化妆品、珠宝企业，拥有丰富消费品渠道管理经验，胡晓明曾就职于大型广告公司、快销品公司，具备丰富品牌运营经验；整体而言，核心管理层具备良好财务背景，拥有丰富消费品营销运营经验，2014 年陆续加入公司强化管理能力。

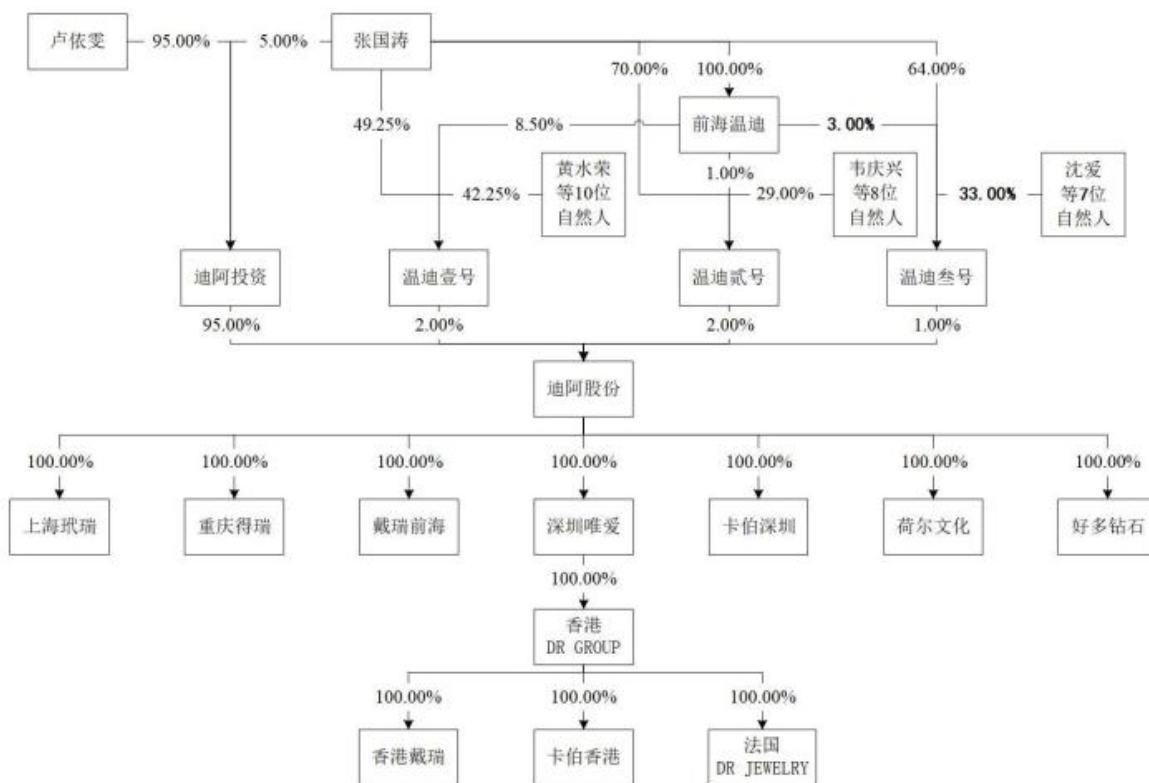
表 1：公司高管背景及履历

姓名	出生年份	职位	上市前持股比例	从业背景
张国涛	1985 年	董事长、总经理	7.995%	2010 年 4 月创立戴瑞公司，现今任职于迪阿股份、迪阿投资、前海温迪等公司
卢依雯	1987 年	董事、副总经理	90.25%	2010 年 4 月创立戴瑞公司，现今任职于迪阿股份、迪阿投资等公司
韦庆兴	1982 年	董事、副总经理	0.2%	曾任职于资生堂、香港卡连弗、施华洛世奇、深圳悦色化妆品等公司的销售部门，2015 年 4 月加入公司（前身戴瑞有限公司），历任销售总监，现任副总裁、董事
胡晓明	1980 年	董事	0.1%	曾任职于广州喜马拉雅广告、加多宝（中国）饮料品牌策划部，2016 年 4 月加入公司（前身戴瑞有限公司），历任市场中心品牌总监、战略总监，现任公司战略总监、董事
陈启胜	1986 年	董事	0.05%	曾任职于周大福珠宝金行、金蝶软件公司的会计部，2015 年 5 月加入公司（前身戴瑞有限公司），历任高级财务经理，现任公司裸石采购负责人、董事和监事
黄水荣	1974 年	董事、副总经理、董事会秘书兼财务负责人	0.20%	曾任职于马华隆（潮阳）纺织、联美集团、健力宝集团、西陇化工公司的财务部，2018 年加入公司（前身戴瑞有限公司），历任副总裁、财务负责人，现任公司股份、副总经理、董事会秘书兼财务负责人。
林正海	1986 年	董事	0.10%	曾任职于深圳市通科电子、周大福珠宝金行、简勤珠宝饰品公司的财务部，2014 年加入公司（前身戴瑞有限公司），历任财务总监，现任公司财务总监

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权高度集中，核心员工上市前获得一定股权，激励充分。公司实际控制人及一致行动人为张国涛、卢依雯夫妇，上市前通过迪阿投资、温迪 1 号、温迪 2 号、温迪 3 号间接持有公司股份 98.25%，掌控能力较强；公司高管及核心人员韦庆兴、胡晓明、黄水荣、陈启胜、赵冉冉、殷陆文和林正海通过员工持股平台合计持有公司股份 0.72%。整体而言，公司股权高度集中，上市前核心员工获得一定股权，激励充分。

图 3：公司股权结构（截止 2021H1）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

募集资金将用于渠道建设、信息化建设等。招股说明书日公司本次拟发行股本不超过 8000 万股，不低于发行后总股本的 10%，其中员工战略配售不高于首次公开发行股票数量的 10%；实际发行 4001 万股，占发行后总股本的 10%，发行价为 116.88 元/股，预计募集资金金额为 46.76 亿元，扣除发行费用后净额为 44.44 亿元；初始战略配售为 800.20 万股，实际配售 354.6 万股，占本次发行总股本的 8.86%，其中高管及核心员工配售占此次发行总股本的 2.45%，其他战略投资者占配售占此次发行总股本的 6.42%。招股说明书日本次拟募集资金 12.84 亿元，投资项目包括渠道网络建设项目（7.4 亿元）、信息化系统建设项目（1.1 亿元）、钻石珠宝研发创意设计中心建设项目（0.5 亿元）、补充营运资金项目（3.8 亿元），将助力门店扩张，业务快速发展。

表 2：公司招股说明书拟募集资金及用途情况

项目名称	投资总额（百万元）	募集资金投入金额（百万元）
渠道网络建设项目	739.2	739.2
信息化系统建设项目	110.5	110.5
钻石珠宝研发创意设计中	53.9	53.9
补充营运资金项目	380.0	380.0
合计	1283.6	1283.6

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务分析：2020 年以来收入业绩加速增长，维持高净利率

20 年以来收入业绩加速增长。公司 2020 年收入、归母净利润分别为 24.65 亿元、5.63 亿元，同比增速分别为 48%、113%，17-20 年复合增速分别为 30.18%、31.02%。公司 2020 年以来收入业绩呈现加速增长态势，主要因为：1) 2019 年门店加密策略叠加线上

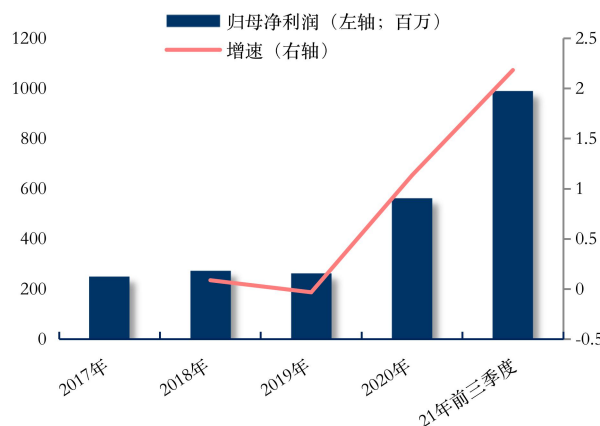
营销调整等因素带来低基数；尽管 2019 年期末门店较期初增长 52 家，但门店策略以核心城市加密为主，对存量店铺有所分流造成单店产出下滑，同时 19 年公司调整线上流量打法，向短视频等新媒体转移，影响短期获客；2) 2020 年以来门店扩张策略以填补空白商圈、城市为主，分流效应降低；同时前期门店逐步度过爬坡期迎来同店增长；且线上营销策略逐步调整到位，为线下门店赋能。公司 2021 年前三季度实现收入、归母净利润分别为 34.11 亿元、9.9 亿元，同比增长 127.54%、218.36%，单店产出进一步提升下推动收入业绩快速增长。

图 4：2017 年-2021 年前三季度公司收入及增速



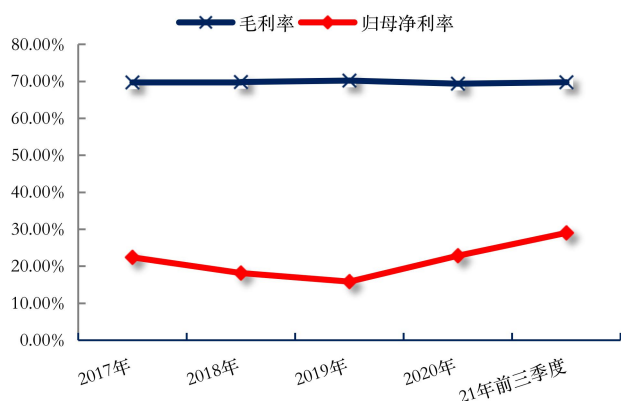
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2017 年-2021 年前三季度公司归母净利润及增速

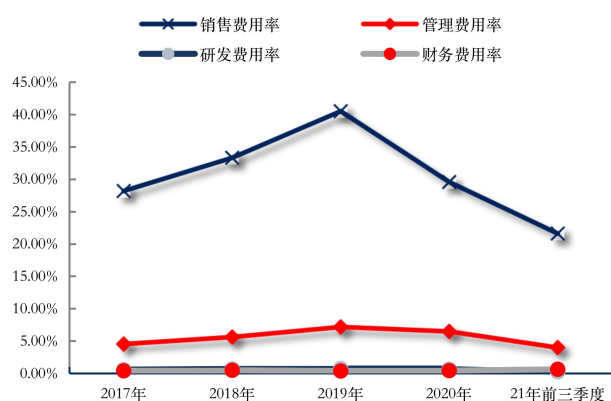


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

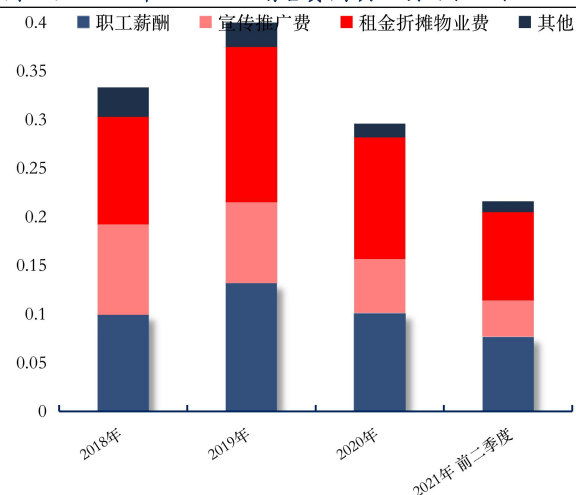
毛利率维持稳定，20 年以来费率优化带动净利率提升。公司 2020 年毛利率及归母净利率分别为 69.37%、22.86%，2021Q1-Q3 归母净利率进一步提升至 29.0%，公司毛利率基本维持稳定，归母净利率持续提升，主要由于：1) 伴随收入规模及营销效率提升，市场推广费率不断优化，2020 年市场推广费率仅 5.6%，较 18 年降低 3.7pct，21H1 下降至 3.8%；2) 受益于规模效应，销售费用中办公差旅、包装检测等其他费用以及管理费用不断优化；3) 租金折摊水电物业等费用伴随单店产出提升逐步优化，2020 年该项费用占比收入为 13.8%，同降 3.7pct，2021 年起适用新租赁准则，将直营门店固定租金及联营门店固定提成计入使用权资产和负债计算（通过折摊进入销售费用），可变租金和可变提成计入未纳入租赁负债计量的租金（进入销售费用），整体而言 21H1 租金、折摊、水电物业费用占比收入降低至 10.2%；4) 销售人工成本率不断优化，2020 年同降 3.1pct 至 10.1%，2021H1 进一步下降至 7.7%。

图 6：2017 年-2021 年前三季度公司毛利率及归母净利率


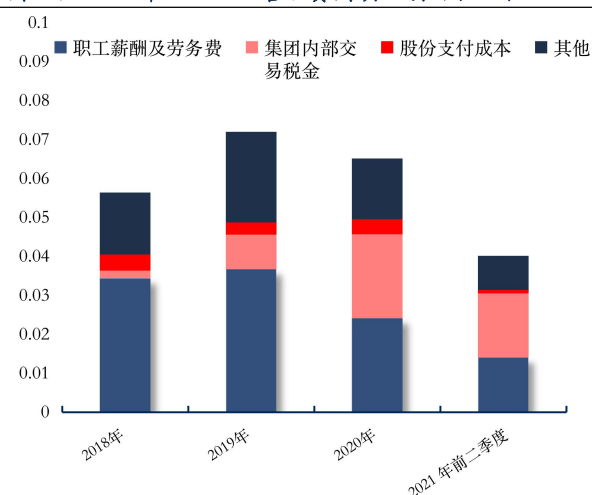
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：2017 年-2021 年前三季度公司期间费用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

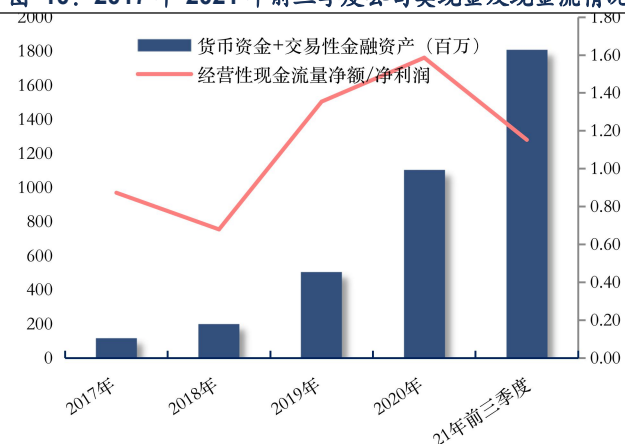
图 8：2018 年-2021H1 销售费用明细项目占比收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

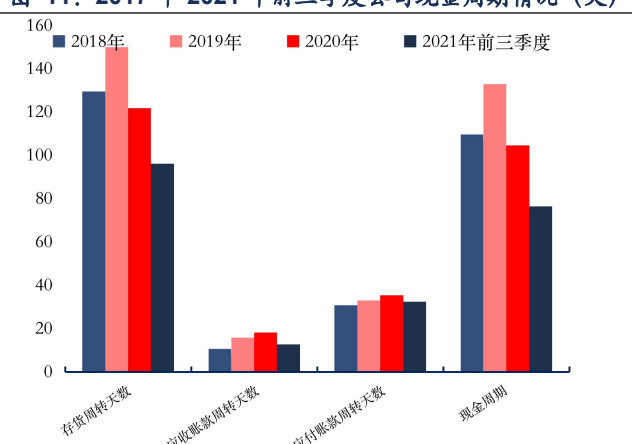
图 9：2018 年-2021H1 管理费用明细项目占比收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

现金储备良好，存货周转天数下降带来现金周转优化。截止 2021 年三季度末，公司货币资金+交易性金融资产账面余额为 18.1 亿，现金储备丰厚；2017-2021Q3 公司经营活动产生的现金流量净额与净利润基本匹配，创造现金流能力较佳。同时，2020 年以来，公司不断加强存货管理，存货周转天数下降带动现金周期不断优化，截止 2021 年前三季度，公司存货及现金周转天数分别为 96 天、76 天，为 17 年以来最优水平。

图 10：2017 年-2021 年前三季度公司类现金及现金流情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2017 年-2021 年前三季度公司现金周期情况 (天)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高净利率水平带动高 ROE。公司 ROE 整体处于较高水平，主要得益于 20 年以来净利率不断提升；18 年以来资产周转率有所下降，主要系公司账面货币资金与交易性金融资产不断增长，影响整体资产周转。

表 3：公司 2017-2021 年前三季度 ROE 变化情况

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 前三季度
净资产收益率 (%)	64.35	45.56	63.02	61.32
销售净利率 (%)	18.17	15.86	22.85	29.03
资产周转率 (次)	2.28	1.86	1.66	1.26
权益乘数	1.55	1.54	1.66	1.67

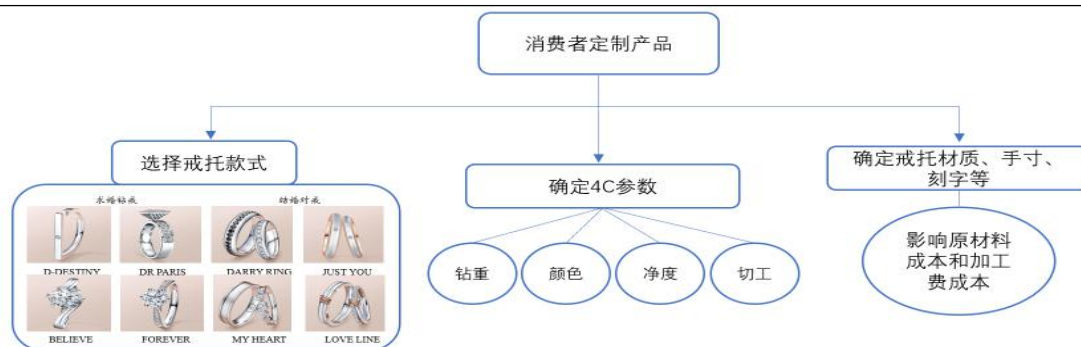
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业务分析

2.1 业务模式：定制销售为主，委外加工生产，供应商合作稳定

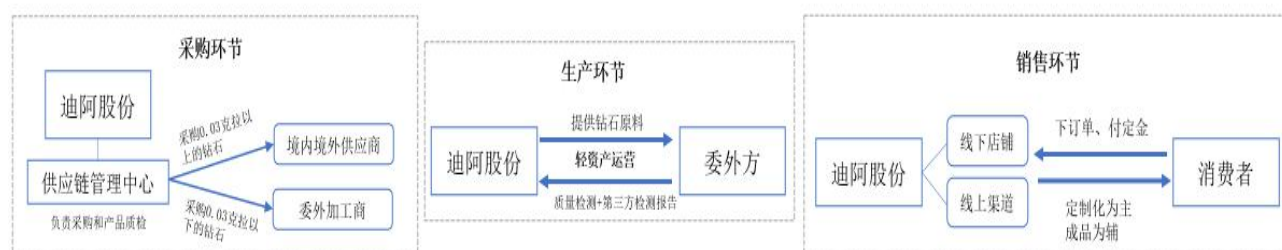
定制化产品销售为主，委外加工生产，轻资产模式运营。销售模式上，公司采用定制化销售为主，成品销售为辅的模式；以求婚钻戒为例，公司为客户提供 12 大系列钻托款式，每个系列提供多种款式，客户可根据对主石 4C 的需求、钻托材质以及尺寸灵活搭配，并提供刻字等个性化服务；客户下单后，公司将收取一定比例定金进行主石定制及成品生产。**采购模式上**，公司原材料采购由供应链管理中心统一负责，其中 0.03 克拉以上的钻石主要通过公司境内或境外采购，0.03 克拉以下钻石及其他原材料一般由委外加工商提供，最终通过供应链管理中心检验入库。**生产模式上**，公司轻资产运营，采用委托加工生产模式，向委外方提供 0.03 克拉以上的钻石原料，由委外方提供其他原料完成生产；通过公司质量检测后入库，销售前将出具第三方检测报告保障产品质量，如 30 分以上的圆形钻石、1 克拉以上的异性钻石配备 GIA、国检等双证，其他产品至少配备国检证书。总体上，公司采用以需定产的灵活销售模式，主石自购把控品质，委外加工轻资产运转。

图 12：公司顾客定制化选择产品路径



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

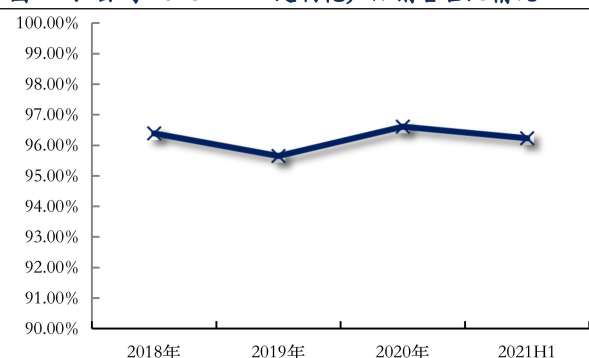
图 13：公司业务模式流程图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

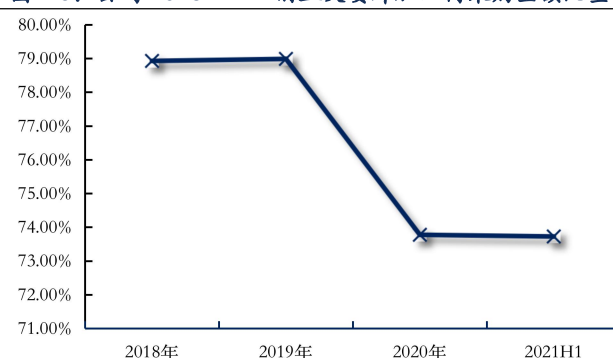
定制化模式销售占比超过 95%，前五大委外加工上合作较为稳定，占比超过 70%。销售方面，公司定制产品销售比重在 2018-2021H1 期间均维持在 95% 以上，现货产品销售比重较低；委外加工商方面，公司 2018-2021H1 期间前五大供应商销售占比超过 73%，主要以广深供应商为主，其中广州凯沙琪钻石、深圳星缘珠宝、深圳金福珠宝等供应商合作稳定，供货比例维持前列。

图 14：公司 2018-21H1 定制化产品销售占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：公司 2018-21H1 前五大委外加工商采购金额比重



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 产品维度：结婚对戒产品占比提升，销量驱动为主

经典款式常年畅销，前五款产品维持 30% 以上销售比重。公司为客户提供 12 个系列求婚钻戒产品及 16 个系列结婚对戒产品，每个系列产品拥有一至十余种款式可供选择，截止 21H1 公司在售求婚钻戒产品 70 余款、结婚对戒 170 余款、其他产品 200 余款，涵

盖戒指、项链、手链、耳饰等产品类型，为用户提供多样化产品。2018 年以来 FOREVER（皇冠六爪求婚钻戒）、BELIEVE（45 度扭臂求婚钻戒）、MYHEART（心型镶嵌求婚钻戒）、TURELOVE（圆形镶嵌求婚钻戒）等系列产品常年畅销，每年前五大产品系列销售占比超过 30%，公司在不断丰富产品系列的同时，头部产品维持畅销。

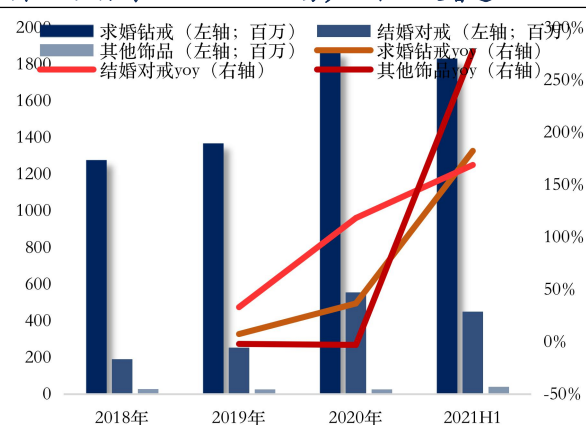
表 4：公司 2018-2021H1 前五大商品情况（单位：亿元）

2018 年			2019 年			2020 年				2021H1		
款式	收入	收入占比	款式	收入	收入占比	款式	收入	收入占比	单价(万元/件)	款式	收入	收入占比
BELIEVE 系列典雅款	2.3	15.1%	BELIEVE 系列典雅款	1.9	11.7%	FOREVER 系列简奢款	1.9	7.8%	1.7	BELIEVE 系列典雅款	1.6	6.9%
FOREVER 系列经典款	1.2	8.2%	FOREVER 系列简奢款	1.3	7.9%	TRUE LOVE 系列典雅款	1.7	6.9%	2.0	FOREVER 系列简奢款	1.5	6.5%
FOREVER 系列简奢款	1.2	7.9%	FOREVER 系列经典款	1.2	7.0%	MY HEART 系列简奢款	1.7	6.9%	1.7	FOREVER 系列经典款	1.4	6.1%
MY HEART 系列简奢款	1.1	7.3%	TRUE LOVE 系列典雅款	1.1	6.9%	FOREVER 系列经典款	1.3	5.5%	1.4	TRUE LOVE 系列典雅款	1.2	5.1%
TRUE LOVE 系列典雅款	1.1	7.0%	MY HEART 系列简奢款	1.1	6.7%	BELIEVE 系列纯爱款	1.3	5.2%	1.7	MY HEART 系列简奢款	1.1	4.7%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

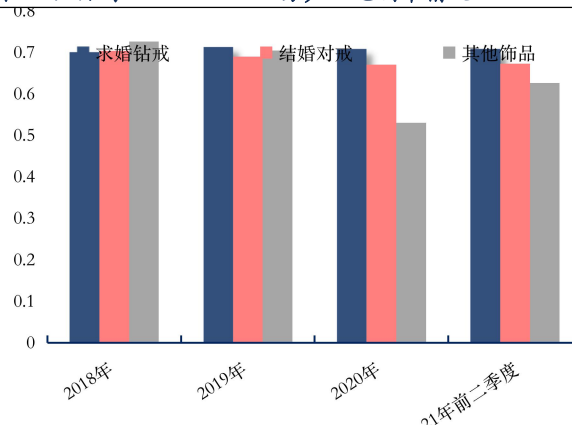
求婚钻戒贡献主要收入，结婚对戒占比逐年提升。从产品销售收入结构来看，求婚钻戒为主要收入来源，2020 年实现收入 18.7 亿元，同增 36.51%，占比 76.31%，18-20 年复合增速为 21.03%；结婚对戒收入占比大幅提升，2020 年实现收入 5.5 亿元，同增 118.09%，复合增速为 70.29%；其他饰品正在逐步孵化，收入呈上升趋势。从产品销售毛利率来看，求婚钻戒 2020 年毛利率为 70.79%，整体维持平稳；结婚对戒 2020 年毛利率为 67.08%，18 年以来有所下降，主要由于金价上涨影响，委外加工成本有所上升导致结婚对戒单位成本上升。2021H1 求婚钻戒收入保持高占比，实现收入 18.30 亿元，占比 78.91%，同增 182.14%，毛利率为 70.84%；结婚对戒 2021H1 实现收入 4.5 亿元，占比 19.42%，同增 168.72%，毛利率为 67.28%，21H1 公司戒指产品加速增长。

图 16：公司 2018-2021H1 分产品收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17：公司 2018-2021H1 分产品毛利率情况

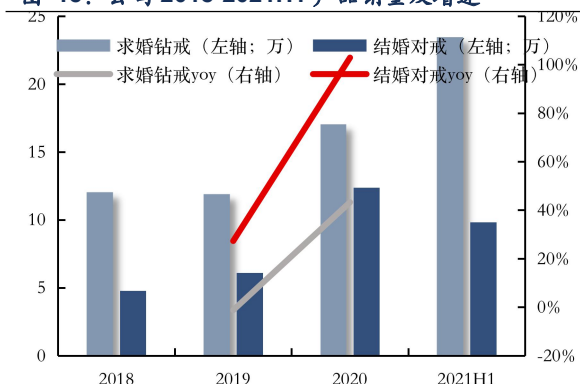


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

销量驱动为主，整体均价水平受产品结构等因素影响提升不显著。分量价来看，2020 年公司销售戒指产品 29.5 万件，18-20 年复合增速为 32.2%，成为收入的重要驱动力；2020

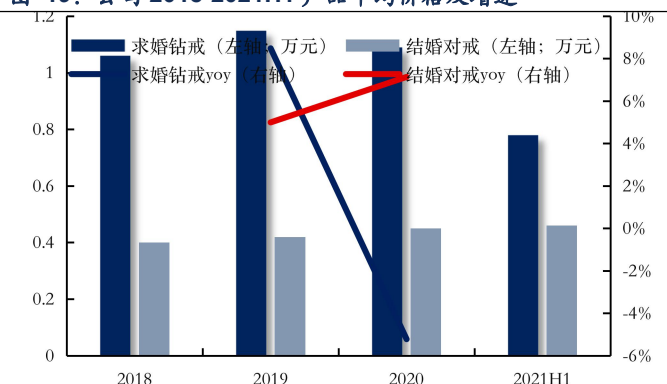
年戒指产品平均单价为 8227 元，18-20 年复合增速为-2.8%，均价水平提升不显著，主要系公司低客单价结婚对戒产品销售占比提升，求婚戒指及对戒产品均价实际均有一定程度提升。2021H1 公司销售戒指产品 33.3 万件，平均价格为 6851 元，均价有所下降，主要受低克重产品销售占比提升所致。分产品类型来看：

图 18：公司 2018-2021H1 产品销量及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19：公司 2018-2021H1 产品平均价格及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

➤ **求婚戒指产品：结构有所升级，2 万以上单价产品收入占比提升 9pct 至 41%。**公司 2020 年求婚钻戒产品销售 17.1 万件，18-20 年复合增速为 19.0%，占戒指产品销量 58%，占比下降 13.6pct；2020 年求婚钻戒平均单价为 1.09 万元，18-20 年复合增速为 1.4%，结婚戒指类产品平均价格维持稳定，销量提升为主。内部结构方面，公司致力提升高客单价产品销量以提升平均均价，低单价产品价格敏感程度高：1) 公司 1 万元以下产品受价格策略影响销量有所波动，18-20 年销量及平均单价复合增速分别为 20.5%、-5.1%；2) 1-2 万元区间产品维持价格微升，销量增长平稳，18-20 年销量及平均单价复合增速分别为 10.6%、1.5%；3) 2 万元以上产品销量大幅提升，18-20 年销量及平均单价复合增速分别为 33.3%、2.5%。综合而言，公司求婚戒指产品致力推高策略，2 万元以上单价产品收入占比提升 9pct 至 41%。

表 5：公司求婚钻戒产品价格区间分布情况

项目	2018 年			2019 年					2020 年				
	收入占比	销量(万件)	均价(万元/件)	收入占比	销量(万件)	销量-yoy	均价(万元/件)	均价-yoy	收入占比	销量(万件)	销量-yoy	均价(万元/件)	均价-yoy
1 万元以下	27%	7.0	0.50	25%	6.5	-6%	0.52	4%	24%	10.1	55%	0.45	-13%
1(含)至 2 万元	41%	3.8	1.36	38%	3.8	0%	1.38	1%	35%	4.7	23%	1.40	1%
2(含)至 3 万元	17%	0.9	2.43	19%	1.1	19%	2.37	-2%	18%	1.4	31%	2.38	0%
3(含)至 5 万元	9%	0.3	3.60	11%	0.4	39%	3.52	-2%	14%	0.7	70%	3.53	0%
5 万元及以上	6%	0.1	8.35	8%	0.1	20%	8.23	-1%	9%	0.2	67%	8.67	5%
合计	100%	12.1	1.06	100%	11.9	-1%	1.15	8%	100%	17.1	43%	1.09	-5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **结婚对戒产品：量价齐驱，3000 元以上单价产品收入占比提升 8pct 至 94%。**公司 2020 年结婚对戒产品销售 12.4 万件，18-20 年复合增速为 60.8%，占戒指产品销量 42%，占比上升 8.2pct；2020 年结婚对戒平均单价为 0.45 万元，18-20 年复合增速为 6.07%，结婚对戒类产品平均价格相对稳定，销量提升为主。从内部结构看：1) 0.3 万元以下产品受价格策略影响（20 年将大部分售价低于 3000 元产品提价至 3000 元以上）占比呈下降趋势，18-20 年销量及平均单价复合增速分别为 14.78%、-3.92%；2) 0.3-0.8 万元区间产品价格稳定微升，销量大幅提升，18-20 年销量及平均单价复合增速分别为 70.45%、3.51%；3) 0.8 万元以上产品销量大幅提升，均价微下调，18-20 年销量及平均单价复合增速分别为 93.65%、-1.72%。综合而言，公司结婚对戒产品量价齐驱，3000 元以上单价产品收入占比提升 8pct 至 94%。

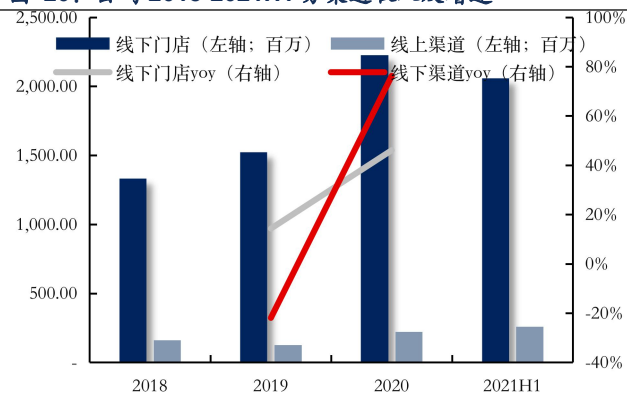
表 6：公司结婚对戒产品价格区间分布情况

项目	2018 年			2019 年					2020 年				
	收入占比	销量 (万件)	均价 (万元/件)	收入占比	销量 (万件)	销量 -yoy	均价 (万元/件)	均价 -yoy	收入占比	销量 (万件)	销量 -yoy	均价 (万元/件)	均价 -yoy
0.3 万元以下	13.82%	1.0	0.26	9.81%	1.0	-4%	0.26	0%	5.82%	1.3	37%	0.24	-8%
0.3 (含) 至 0.8 万元	81.16%	3.7	0.42	85.26%	5.0	36%	0.43	2%	87.99%	10.8	114%	0.45	5%
0.8 万元及以上	5.03%	0.1	1.17	4.93%	0.1	25%	1.21	3%	6.19%	0.3	200%	1.13	-7%
合计	100.00%	4.8	0.40	100.00%	6.1	27%	0.42	5%	100.00%	12.4	103%	0.45	7%

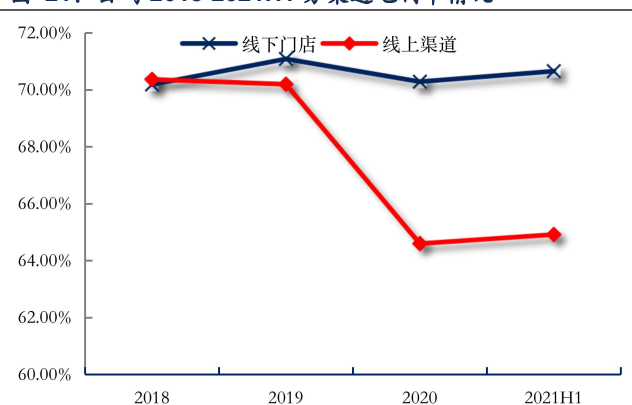
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 渠道维度：20 年以来单店产出提升，线上线下共同发力

线下门店销售为主，20 年以来线上渠道开始快速增长。分渠道收入来看，线下门店销售是公司主要收入来源，近年来获得快速增长，2020 年实现收入 22.3 亿元，同增 46.15%，占比 90.89%，18-20 年复合增速为 29.28%；线上渠道 2020 年实现收入 2.2 亿元，同增 76.30%，占比 9.11%，18-20 年复合增速为 17.38%。分渠道毛利率来看，线下门店整体维持高毛利率，2020 年毛利率为 70.29%；线上渠道 2020 年毛利率为 64.60%，有所下滑，主要因为线上平台销售的产品以单价较低的求婚钻戒及结婚对戒产品为主，同时受 2020 年金料成本上升，贵金属戒托成本上升影响毛利率。2021H 线下门店收入 20.1 亿元，毛利率为 70.66%；线上渠道实现收入 2.6 亿元，占比 11.21%，毛利率为 64.92%。

图 20：公司 2018-2021H1 分渠道收入及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：公司 2018-2021H1 分渠道毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

➤ 线下门店渠道：自营为主，20 年以来门店数量与单店产出双驱收入增长

公司线下门店以直营店为主，联营店为辅，2020 年开始开拓经销模式。公司线下门店主要分为直营店、联营店，直营门店及联营门店均由公司管理运营，但直营门店经营主体为公司，采用租赁合同，租金直接支付或营业额中支付；联营门店经营主体为商场，采用联营合同，租金从营业额中扣取；截至 2021H1 直营门店、联营门店分别为 345 家、30 家。2020 年直营店收入 20.38 亿元，同增 44.16%，单店产出为 629 万元，毛利率为 70.5%；联营店收入为 1.87 亿元，同增 72%，单店产出为 646 万元，毛利率为 68.5%，整体上直营门店与联营门店在单店产出、毛利率等指标上差异不大。

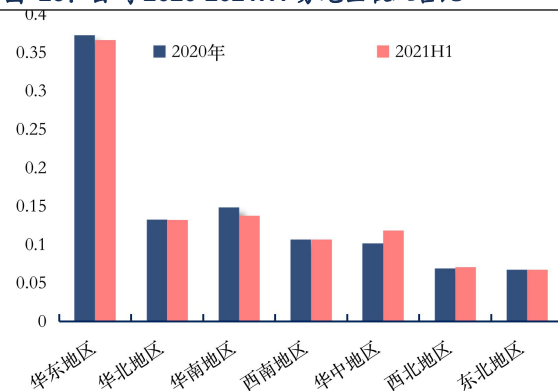
表 7：公司直营门店、联营门店情况

类型	相同点	不同点	门店数量		单店产出		收入及毛利率	
			2020 年	2021H1	2020 年	2021H1	2020 年	2021H1
直营店	销售人员、定价、装修、存货均由公司负责	经营主体为公司，采用租赁合同，租金直接支付或营业额中支付	324 家	345 家	6.3 百万	5.5 百万	收入：20.4 亿元；毛利率 70.5%	收入：19.0 亿元；毛利率：70.8%
联营店		经营主体为商场，采用联营合同，租金从营业额中扣取	29 家	30 家	6.5 百万	5.3 百万	收入：1.9 亿元；毛利率 68.5%	收入 1.6 亿元，毛利率 69.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

门店全国覆盖，华东成为重点销售市场。公司门店覆盖全国省份，其中浙江、广东、江苏、上海等地区覆盖较密。从线下区域销售结构来看，华东市场是公司最大销售市场，2021H1 销售收入占比达 37%，华北、华南、西南、华中销售较为均衡，占比超过 10%。

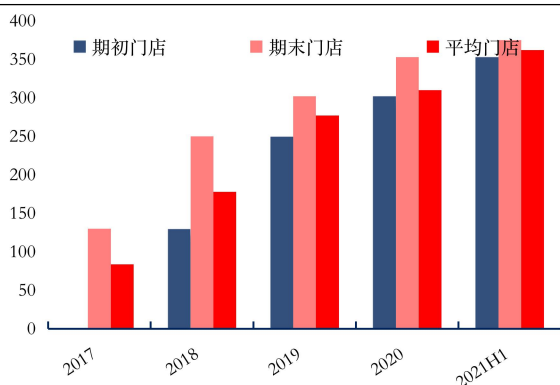
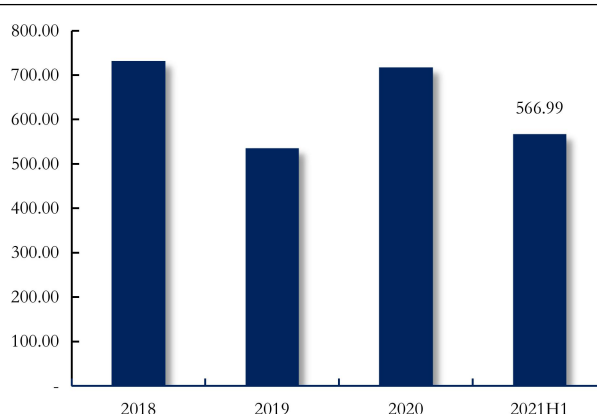
图 22：公司门店布局情况

图 23：公司 2020-2021H1 分地区收入占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

17 年以来门店数量快速增加，20 年以来单店产出提升。从门店数量来看，2017 年以来公司平均门店数量稳步上升，截止 2020 年公司平均门店数量为 310 家，同比增速 11.91%，17-20 年复合增速为 54.54%，20 年门店数量增速有所下缓，主要在于公司调整门店策略以及基数增长。从单店产出来看，公司 2020 年单店产出分别为 717 万元，同增 33.85%，2018-2020 年复合增速为-1.03%，2020 年以来单店产出提升主要受益于灵活调整线上流量打法用户获取良好，次新门店逐步爬坡以及门店分流效应降低等因素。

图 24：公司 2017-2021H1 门店数量变化情况（单位：家）

图 25：公司 2017-2021H1 单店产出变化情况（单位：万/年）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

备注：平均门店数量=平均门店数量为各月末门店数量平均值

店龄提升带动单店产出增长，2 年以上老店收入占比大幅提升。公司 1 年以内、1-2 年、2-3 年、3 年以上店龄的门店单店产出在 2018-2020 年期间平均水平分别为 442 万、621 万、721 万、958 万，伴随门店成熟，单店产出不停提升。截止 2021H1，公司期末门店中 2 年以内老店数量为 135 家，占比较期末门店总数的 36%，较 2018 年比重下降 45.2pct，未来伴随门店不断沉淀，高产出门店数量占比降不断提升；截止 2021H1，公司 2 年以上老店收入占比为 69%，较 2018 年比重提升 26%。

表 8：不同店龄门店数量、单店产出情况

门店类型	2018 年			2019 年				2020 年			
	期末门店 (家)	店均收入 (万元)	收入占比 (%)	期末门店 (家)	店均收入 (万元)	店均收入-yoy	收入占比 (%)	期末门店 (家)	店均收入 (万元)	店均收入-yoy	收入占比 (%)
1 年以内	124	397	15	71	353	-11.1%	8	68	575	62.8%	5
1-2 年	79	688	42	120	509	-25.9%	42	70	666	30.7%	21
2-3 年	23	898	16	71	550	-38.7%	28	113	717	30.3%	37
3 年以上	24	1362	27	40	735	-46.1%	22	102	778	5.9%	37
合计	250	731	100	302	536	-26.6%	100	353	717	33.8%	100

数据来源：公司公告，信达证券研发中心（备注：店均收入=门店收入÷各月末营业店铺数量平均值）

➤ 线上渠道：20 年以来线上快速增长，天猫、京东为主要渠道

设立自营品牌旗舰店拓展线上渠道。公司通过开设旗舰店的形式在天猫商城、京东商城设立自营品牌旗舰店进行产品销售，提升用户覆盖面；消费者在公司官网、天猫旗舰店、京东旗舰店等网店下单，公司获取订单信息后，将根据订单信息安排委托加工供应商进行生产，并在产品生产完成后由第三方物流服务商如顺丰、EMS 直接发货给终端消费者，或通过第三方物流服务商将商品调拨至门店，再由消费者自行到店取货。

20 年以来线上渠道快速增长，天猫、京东为主要阵地。收入方面，2020 年公司线上渠道实现收入 2.2 亿元，同增 76.3%，占比 9.11%，2021H1 继续保持高速增长态势，收入达 2.6 亿元，占比提升至 11.2%，线上快速增长主要受益于公司线上投放渠道的愈加成熟，线上运营优化，以及受新冠影响消费者更多转向线上消费的习惯。从线上收入结构看，天猫成为线上第一大销售渠道，2021H1 收入占比达 50.54%，京东、官网占比分别达 33.80%、14.18%。**毛利率方面**，2020 年公司线上毛利率 64.60%，同比下降 5.6pct，由于公司产品结构及金价波动影响，2021H1 毛利率提升至 64.92%，其中天猫渠道为 63.94%，京东渠道为 65.58%，渠道之间毛利率差别不大。

表 9：公司线上渠道及拆分情况（单位：百万）

	2018 年	2019 年度	2020 年	2021H1
线上渠道	161.85	126.49	223.00	260.02
yoy		-21.85%	76.30%	
占比	10.84%	7.67%	9.11%	11.21%
毛利率	70.37%	70.20%	64.60%	64.92%
-官网	41.75	21.44	33.44	36.88
yoy		-48.65%	56.01%	
占比线上渠道	25.80%	16.95%	15.00%	14.18%
毛利率	70.77%	70.64%	64.09%	66.69%
-天猫	68.45	60.46	106.22	131.40
yoy		-11.67%	75.68%	
占比线上渠道	42.29%	47.80%	47.63%	50.54%
毛利率	69.89%	69.93%	64.22%	63.94%
-京东	32.15	33.50	70.63	87.89
yoy		4.17%	110.85%	
占比线上渠道	19.86%	26.48%	31.67%	33.80%
毛利率	70.14%	70.17%	64.95%	65.58%
-其他	19.50	11.09	12.71	3.85
yoy		-43.10%	14.60%	
占比线上渠道	12.05%	8.77%	5.70%	1.48%
毛利率	71.61%	70.95%	67.25%	66.57%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.4 门店模型拆分：租金装修、人力成为主要成本，门店盈利水平良好

租金装修、人力以及市场推广是门店经营主要成本。我们根据 2018-2021H1 公司门店坪效、门店面积、租金相关成本、装修成本、销售人员成本、市场推广费用等项目对公司门店模型进行拆解：

- 1) 平均店铺面积超 90 平米，21 年上半年月坪效显著提升。公司 2018 年-2020 年旗下门店年均店铺面积均超过 90 平米，伴随门店填补空白商圈、城市等策略门店平均面积略有下降；2018-2020 年公司店铺平均坪效为 5964 元/平方米/月，21H1 受益于新店逐步结束爬坡期、线上营销投放策略转变对线下引流效应增强等因素，店铺月坪效提升至 10788 元/平方米/月，单店产出大幅提升，预计全年可突破 1000 万/门店。
- 2) 租金相关及装修成本、人员费用为门店经营主要成本，平效优化对冲单位租金及装修费用、人员平均薪酬上升影响。租金相关成本方面（包括租金、商场提成等费用），公司 2018-2020 年平均成本率为 10.5%，21H1 受益于坪效提升下降至 7.6%，整体而言单位租金成本逐年提升，18-20 年复合增速为 8.2%；装修成本方面，公司 2018-2020 年单位装修成本为 4433 元/平，假设按两年折旧摊销计算，则 2018-2020 年公司装修成本占比收入比重为 3.2%，尽管 21H1 单位装修成本继续上升，受益于坪效提升占比收入下降至 1.1%；销售人员成本方面，公司 2018-2020 年平均成本率为 11.2%，21H1 受益于坪效提升下降至 7.7%，尽管销售人员平均薪酬稳步提升，18-20 年复合增速为 6.7%，但公司可通过门店销售人员优化策略控制人力成本，2020 年基层销售人员/门店数量为 6.5，较 2018 年 8.7 比值有所下降。
- 3) 市场推广费用受益于规模效应逐步优化。公司通过线上各互联网平台投放以及线下硬广等投放持续为门店引流，截止 21H1 市场推广费用占比收入下降至 3.8%，受益于规模效应，费率持续优化。
- 4) 不考虑其他成本费用影响，门店利润率可达 50% 左右，盈利状况良好。公司线下门店毛利率约 70%，仅考虑租金相关成本、装修成本、人员费用以及市场推广费用，18-20 年门店平均利润率为 38.0%，21H1 受坪效提升带动利润率可超 50%，整体而言，公司门店盈利水平良好。

表 10：公司单店模型重点费用拆分情况

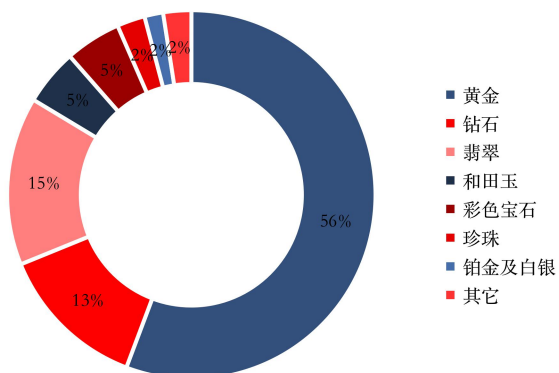
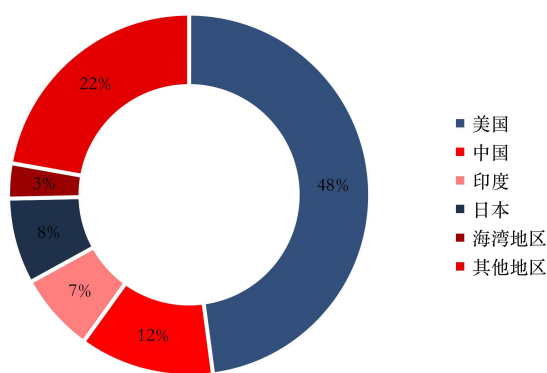
	2018 年	2019 年	2020 年	2021H1
门店平均年收入 (万元/年)	748	536	717	567
店均面积 (平米)	97	92	90	88
月坪效 (元/平米/月)	6413	4849	6630	10788
线下门店毛利率	70.2%	71.1%	70.3%	70.7%
年店均租金成本 (万元/门店)	65	68	72	86
单位租金成本 (元/平米/月)	559	616	665	816
—增长率		10.0%	8.0%	
租金成本率	8.7%	12.7%	10.0%	7.6%
单位装修成本 (元/平米)	4430	4249	4619	5450
假设按照 2 年折旧摊销-月均折摊 (元/平米/月)	185	177	192	114
装修成本率	2.9%	3.7%	2.9%	1.1%
门店基层销售人员 (人)	1541	1755	2029	2261
销售人员总数 (人)	1810	1996	2351	2590
平均店铺数量 (家)	178	277	310	362
基层销售人员/门店数量 (人/门店)	8.7	6.3	6.5	6.2
销售人员平均薪酬 (万元/年)	10.1	11.6	11.5	7.2
销售人员薪酬合计 (万元)	14922	21990	24945	17821
销售人员成本率	9.9%	13.5%	10.1%	7.7%
市场推广费率	9.3%	8.3%	5.6%	3.8%
不考虑其他费用门店利润率	39.3%	32.9%	41.7%	50.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行业分析

3.1 钻石饰品市场近 700 亿元，渗透率提升带动需求平稳增长

钻石饰品为国内黄金珠宝消费第三大品种，中国成为全球第二大钻石消费市场。根据贝恩咨询，钻石饰品消费是我国黄金珠宝消费第三大品种，2020 年消费额占比达 13.1%，仅次于黄金（占比 55.7%）、翡翠（14.8%）消费。从全球视角看，我国是全球第二大钻石消费市场，根据戴比尔斯报告，2019 年中国钻石消费占全球钻石消费比重的 12%，仅次于美国（占比 48%）市场消费。

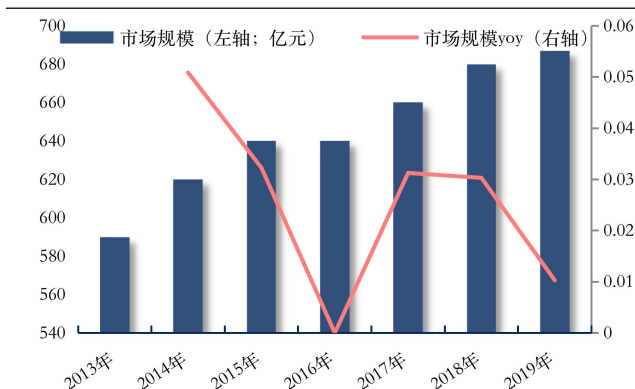
图 26：2020 年中国珠宝市场消费额结构

图 27：2019 年全球钻石需求分布情况


资料来源：贝恩咨询，智研咨询，信达证券研发中心

资料来源：戴比尔斯《钻石行业洞察报告》，信达证券研发中心

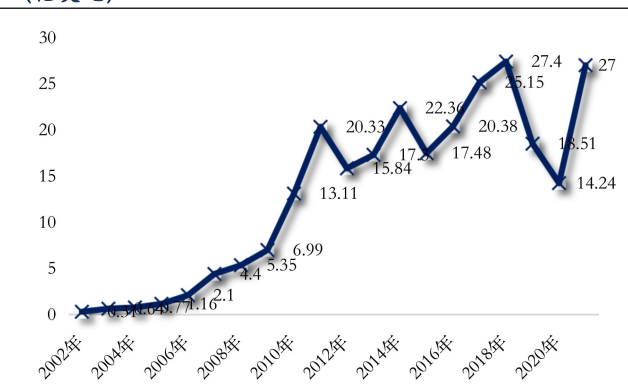
钻石消费市场 687 亿元，步入低速平稳发展阶段。根据戴比尔斯《钻石行业洞察报告》，2019 年中国钻石饰品需求量约 687 亿元，同增 1.0%，2013-2019 年复合增速为 2.6%，行业步入低速平稳发展阶段。目前我国钻石消费主要以天然钻石为主，尽管全球已有 30 余个国家拥有钻石资源，但排前五位的国家钻石产量占比 90% 左右，我国天然钻石消费主要通过进口。上海钻石交易所钻石进口交易额可反应长周期市场需求状况：1) 2002-2011 年天然钻石行业实现高速增长，进口钻石交易额复合增速为 59.2%；2) 2012-2018 年伴随行业天然钻石行业进入平稳增长阶段，进口钻石交易额复合增速仅 4.4%；3) 2019 年之后受疫情影响，进口钻石交易额有所波动。

图 28：2013-2019 年中国钻石需求情况 (亿元)



资料来源：戴比尔斯《钻石行业洞察报告》，信达证券研发中心

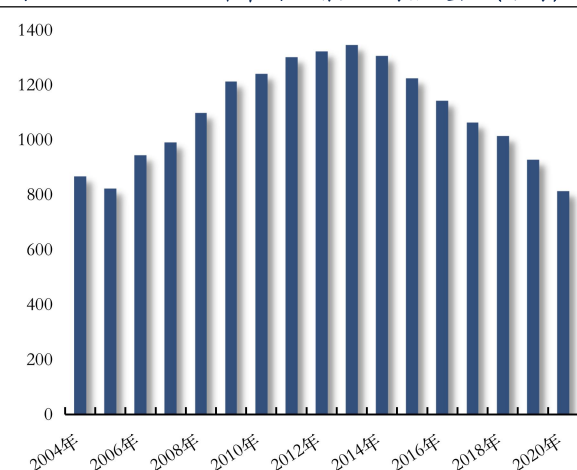
图 29：2002 年以来上海钻石交易所钻石进口交易额情况 (亿美元)



资料来源：智研咨询，上海钻石交易所，信达证券研发中心

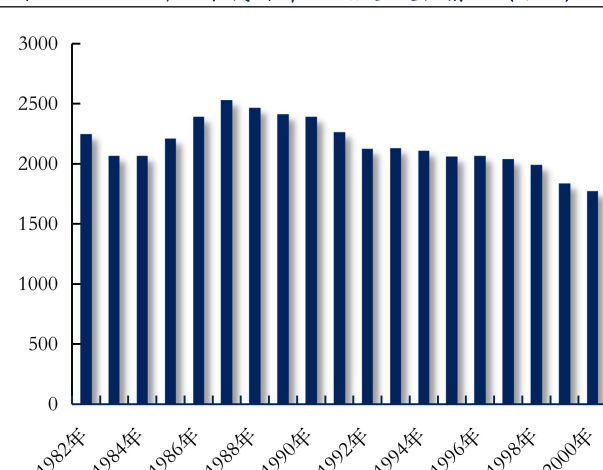
结婚登记对数逐年下降影响钻石消费，钻石饰品渗透率提升成为行业核心驱动力。一方面，受适婚人口数量下降、结婚推迟等因素影响结婚登记对数逐年下降，一定程度影响钻石消费：1989 年至 2000 年中国出生人口数量从 2464 万逐步下降至 1771 万，按照 22-30 岁适婚年龄计算，适龄结婚人群基数有所下降，同时伴随整体结婚年龄提升，结婚登记对数自 2013 年起逐步下降。2020 年我国结婚登记对数为 813 万对，同比下降 12.3%，结婚登记人群基数缩水一定程度上影响钻石消费。

图 30：2004-2020 年中国结婚登记对数变化 (万对)



资料来源：万得，《民政事业发展统计公报》，信达证券研发中心

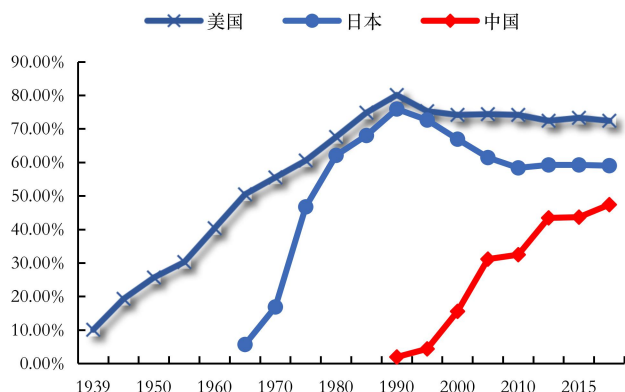
图 31：1982 年以来我国新生儿数量变化情况 (万人)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

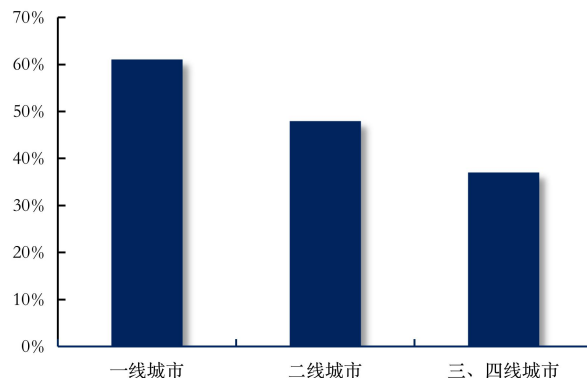
另一方面，中国婚庆饰品的钻石渗透率不断上升，对标成熟发达市场仍具备提升空间，成为钻石消费重要推动力。根据戴比尔斯，2017 年我国新婚夫妇购买钻戒比例约为 47%，近 20 年伴随市场培育保持上升趋势，同期美国、日本新婚夫妇购买钻戒的比例分别约为 70%、60%，我国钻戒渗透率仍存在较大上升空间。此外，从不同城市级别来看，二线及以下城市将成为钻石渗透率提升的主力市场，根据世界黄金协会，2016 年我国二线城市和三四线城市钻石饰品渗透率分别为 48%和 37%，下沉市场有较大的提升空间。长期看来，钻石饰品渗透率提升将对冲部分结婚登记人群下滑影响，成为钻石消费的重要推动力。

图 32：各国新婚夫妇购买钻石的渗透率



资料来源：公司公告，戴比尔斯《2018 钻石行业洞察报告》，信达证券研发中心

图 33：我国各线城市钻石饰品渗透率

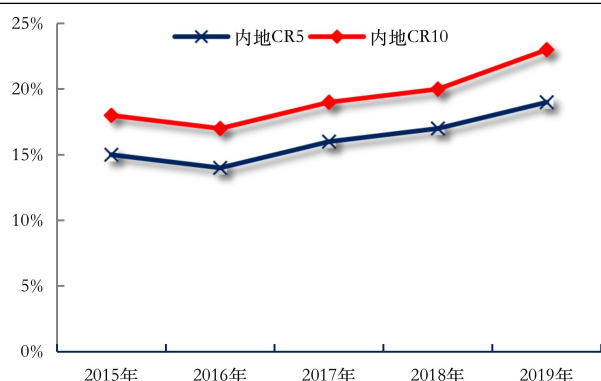


资料来源：公司公告，世界黄金协会，信达证券研发中心

3.2 行业竞争格局分散，专业钻石品牌集中度提升大有可为

黄金珠宝首饰品牌行业集中度较低，近年头部品牌稳步提升。根据欧睿咨询，2019 年前 10 大品牌分别为周大福、老凤祥、老庙黄金、周生生、周大生、卡地亚、六福、明牌珠宝、Tiffany、施华洛世奇，CR5、CR10 分别为 19.4%、22.7%，较 2015 年分别提升 4.6pct、5.2pct，尽管行业品牌集中度较低，但近年来头部品牌凭借深度渠道覆盖、品牌知名度、差异化打法等因素份额稳步提升。

图 34：2015-2019 年中国内地珠宝首饰行业集中度变化情况



资料来源：欧睿咨询，观研咨询，信达证券研发中心

图 35：2019 年中国内地珠宝首饰品牌 CR10 份额情况 (单位：%)

品牌名称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
周大福	5.1	5.2	6	6.5	7.1
老凤祥	5.3	5.1	5.7	6	6.9
老庙黄金	2.6	2.2	2.2	2.4	3
周生生	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
周大生	0.6	0.7	0.8	1	1.1
卡地亚	0.5	0.7	0.7	0.9	1
六福	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7
明牌珠宝	1	0.6	0.7	0.7	0.6
Tiffany	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
施华洛世奇	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
CR10	17.5	17.1	19	20.5	22.7

资料来源：欧睿咨询，观研咨询，信达证券研发中心

传统珠宝品牌、专业钻石品牌、国际大牌是钻石市场主要参与方。钻石首饰作为黄金珠

宝行业第三大细分子行业，市场参与者可大致分为三种类型：1) 传统综合性珠宝品牌，如周大福、周生生、六福珠宝、周大生等品牌；头部珠宝品牌拥有深度渠道覆盖，同时国内品牌沉淀历史悠久，可借助渠道深度及品牌知名度等优势快速触达用户，抢占市场。2) 专业钻石品牌商，以提供钻石类首饰产品为主，如 DR (迪阿股份)、IDO (恒信玺利)、Leysen (莱绅通灵)、钻石小鸟、柯兰、佐卡伊等品牌；专业品牌凭借差异化竞争策略以及专注钻石首饰的品牌形象逐步渗透市场，获得一定份额。3) 高端国际大牌，如卡地亚、Tiffany 等，凭借高端品牌形象在一二线城市快速占领高端市场。

表 11：钻石行业主要竞争者情况

类型	品牌	成立时间	财务情况	门店布局	钻石类产品情况	竞争优势
传统品牌	周大福	1929 年	21 财年收入 702 亿港元，同增 24%；归母净利润为 60 亿港元，同增 108%；毛利率为 28.6%，归母净利率为 8.6%	21 财年门店数量为 4591 家，其中 2659 家加盟店	21 财年珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰收入 169 亿港元，同增 8.7%；钻交所采购金额中居榜首	1、产品持续创新；2、品牌深厚沉淀；3、广阔渠道布局及管理
	老凤祥	1848 年	20 年收入 517 亿元，同增 4%；归母净利润为 16 亿元，同增 13%；毛利率为 5.2%及归母净利率为 3.1%	20 年门店数量 4450 家，直营 180 家，加盟店 4270 家	—	1、品牌优势，173 年悠久的历史；2、渠道优势，广渠道覆盖及门店管理等
	周生生	1934 年	20 年收入 150 亿港元，同降 15%；归母净利润为 5.4 亿元，同降 15.4%，毛利率为 27.6%，归母净利率为 3.6%	2020 年直营门店数量超过 700 家	20 财年镶嵌珠宝产品收入 34.6 亿元，同降 7.2%	1. 品牌历史悠久；2、打造全渠道零售生态圈
	周大生	1999 年	20 年收入 50.8 亿元，同降 6.5%；归母净利润为 10.1 亿元，同增 2.21%，毛利率为 24.8%及归母净利率为 20.0%	2020 年门店数量为 4189 家，其中直营 249 家，加盟店 3940 家	2020 年镶嵌类首饰收入 22.1 亿元，同降 26.4%，2020 年上交所钻石采购 5.9 亿元	1、品牌管理优势；2、连锁网络覆盖优势；3、产品优势，坚持产品工艺和品质
	六福珠宝	1991 年	21 财年收入 88.6 亿港元，同降 21.12%；归母净利润为 10.2 亿港元，同增 17.43%，毛利率为 29.71%及归母净利率为 11.48%	2021 财年门店数量为 2284 家，其中自营为 146 家，品牌店为 2138 家	21 财年定价首饰 42.0 亿港元，同降 22.6%	1. 品牌深厚沉淀+多品牌策略；2、内地推出 DIY 定制系统，满足个性化需求；3、渠道广布局
专业品牌	迪阿股份	2010 年	20 年收入 24.6 亿元，同增 48.0%；归母净利润为 5.6 亿元，同增 113.4%，毛利率为 69.4%，归母净利率为 22.9%	2020 年门店数量为 353 家，其中直营 324 家，联营店 29 家	收入主要为钻石，2020 年钻石采购金额为 3.1 亿元	1、品牌情感内涵优势，“一生只送一人”；2.流量运营优势，捕捉流量变化，拥有庞大粉丝群体；3、模式创新优势，定制化销售满足用户个性需求
	恒信玺利	2007 年	20 年收入 17.6 亿元，同降 5.0%；归母净利润为 1.1 亿元，同降 38.8%，毛利率为 46.3%，归母净利率为 6.0%	2020 年门店数量为 716 家，其中直营 111 家，联营店 44 家，561 家加盟	20 年镶嵌饰品收入 16.5 亿元，同降 2.0%	1. 产品优势，加大研发工艺设计力度，不断开发新产品；2、品牌情感优势，IDO 代表誓言
	莱绅通灵	1999 年	20 年收入 12.3 亿元，同降 7.0%；归母净利润为 1.0 亿元，同降 31.6%，毛利率为 10.1%及归母净利率为 8.5%	2020 年门店数量为 587 家，其中直营 298 家，加盟店 289 家	20 年钻饰收入 4.7 亿元，同降 7%	坚持王室品牌差异化战略，围绕王室 IP 元素，打造全王室场景
	钻石小鸟	2002 年	2010 年营业额突破 4 亿元	17 年第一家加盟店的开业，截止 2019 年有 100 多家线下加盟店	主要产品包括钻戒、对戒及配饰	1、产品优势，坚持品质优先，全球精选钻石，在切工等方面创新；2、模式优势，定制化销售满足多样化需求
	柯兰钻石	2007 年	2011 年营业额达 6 亿元	线下实体店已发展超 200 家	主要产品为钻戒、对戒及其他配饰	1. 电商优势，国内首批电商钻石品牌之一，线上运营能力突出，去中间化价格更优惠；2、产品优势：从南非采购一手钻石，产品力有保障
国际	佐卡伊	2004 年	—	百度地图门店数量显示为 117 家	主要产品为钻石和彩色珠宝类首饰	1、模式优势：O2O 模式运营，走平民化路线，实现产业链深度整合，价格优势明显
	卡地亚	1847 年	2019 年国内珠宝份额排名第 6，较 15 年提升 0.5pct 至 1%	—	包括戒指、耳环、项链等、腕表和其他配	具有百年以上的品牌历史，主打奢侈珠宝路线，满足高消费人群

大牌	件	需求
Tiffany 1837 年	2019 年国内珠宝份额排名第 9，较 15 年提升 0.2pct 至 0.5%	1. 悠久的历史，名流代言、电影合作，品牌深入人心；2. 采用色彩等营销，打造 Tiffany 蓝等超级品牌符号
	百度地图显示门店数量为 65 家	
	包括珠宝、腕表、英镑银器、瓷器、水晶等，以钻石和银制品为核心	

资料来源：周大福/周大生/周生生/六福/老凤祥/迪阿股份/恒信玺利/莱绅通灵公司公告，信达证券研发中心

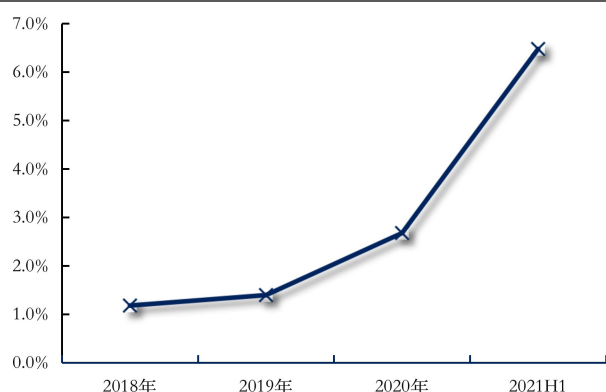
综合珠宝品牌凭借渠道广及品牌优势位列市场前列，专业品牌凭借差异化竞争有望超车。由于上海钻石交易所是境外钻石进口报关的唯一通道，我们可以参考上海钻石交易所会员单位交易排名推测品牌竞争情况。根据 2020 年上海钻石交易所会员单位交易排名情况，传统黄金珠宝品牌商交易排名靠前，如周大福、周生生、六福珠宝、周大生等品牌排名位居前十，迪阿股份旗下上海戴瑞钻石有限公司位居第 17。以上市公司收入规模/钻石行业市场规模来看，专业钻石品牌可凭借其差异化竞争优势不断追赶，2020 年迪阿股份份额达 3.49%，较 2017 年提升 1.79pct；以上市公司每年顾客对数/结婚登记对数来看，2021H1 迪阿股份市场份额可达 6.5%，较 18 年提升 5.3pct，市场份额快速提升。

表 12：上海钻石交易所会员单位交易排名情况

排名	公司名称
1	周大福珠宝金行(深圳)有限公司上海裕强钻石分公司
2	周生生钻石(上海)有限公司
3	六福钻石(上海)有限公司
4	上海市工艺品珠宝首饰进出口有限公司
5	钻明钻石(上海)有限公司
6	凯吉凯钻石(上海)有限公司
7	蓝玫瑰(上海)钻石有限公司
8	上海金伯利钻石集团有限公司
9	上海诗玲钻石有限公司
10	上海周大生进出口有限公司

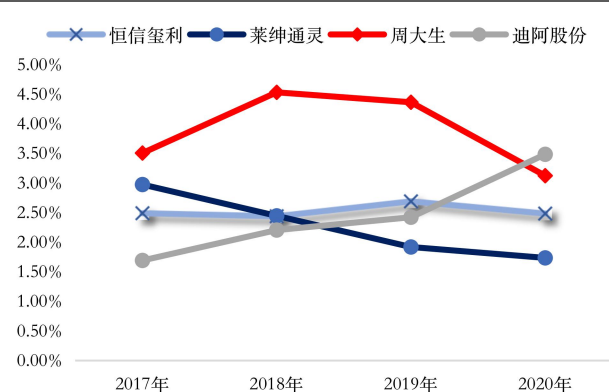
资料来源：上海钻石交易所，信达证券研发中心

图 36：公司 18-21H1 顾客数量占结婚登记对数比重变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心 (备注：顾客数量为购买结婚对戒和求婚钻戒的客户数量)

图 37：代表品牌钻石类收入占比钻石首饰市场规模变化

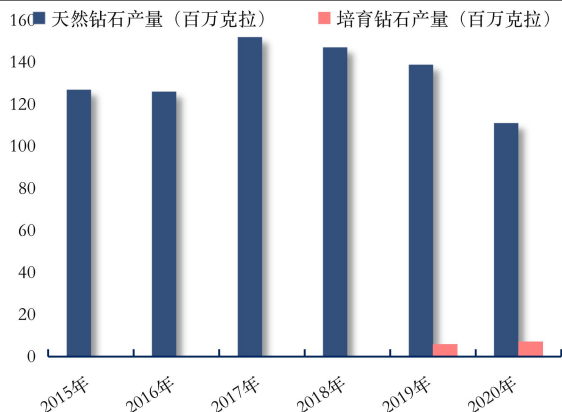


资料来源：恒信玺利、莱绅通灵、周大生和迪阿股份公司公告，信达证券研发中心

培育钻石方兴未艾，短中期对专业钻石品牌影响有限。中国成为全球第二大培育钻石消费市场，近年来消费者认知度逐步提高。根据华经产业研究院，2020 年全球天然钻石产量 111 百万克拉，培育钻石 7.2 百万克拉，渗透率为 6.3%，较 19 年提升 2pct；中国成

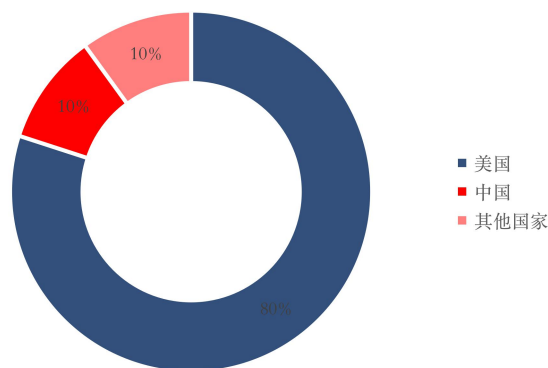
为全球第二大培育钻石消费市场，消费占比达 10%。近年来，国内涌现出一批专注于培育钻石首饰品牌，如 wink shine、light mark、anndia、astee 等品牌，我们认为短中期内，培育钻石消费对以 DR 为代表的专业钻石品牌影响有限，主要基于：1) 专业钻石品牌产品结构中以戒指为代表的婚庆首饰为主，以 DR 为例，2018-2020 年戒指品类销售金额达 98% 以上；而培育钻石品牌消费诉求分为时尚悦己型消费，满足克拉数、产品设计等追求，以及婚庆需求中追求性价比消费，考虑到行业渗透率及消费诉求多样性，婚庆市场分流效应有限；2) 专业钻石品牌往往主张某一情感诉求，以 DR 为例，核心品牌理念为“男士一生仅爱一人”，具备独特品牌主张，且未绑定天然钻石理念，为灵活运营策略的选择留有空间。

图 38：2018-2020 年全球培育钻石与天然钻石产量比较



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 39：全球各国培育钻石消费分布



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

竞争力分析

4.1 品牌建设：“一生仅爱一人”品牌理念独树一帜，提升品牌区隔度

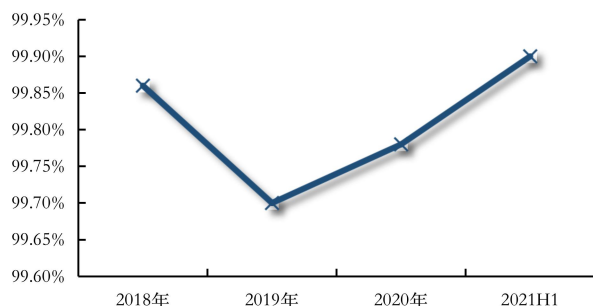
坚持一位男士“一生仅爱一人”品牌主张，将“一生、唯一、真爱”抽象概念具象化，独特的内涵绑定用户情感，提升品牌区分度。DR 品牌从设立起采用“男士一生仅能定制一枚”品牌理念，后期演变为“男士一生仅爱一人”的品牌理念，契合婚恋人群对爱情专一性的追求，将抽象的情感诉求通过记录身份证的方式具象化，独特的品牌主张可快速形成消费者认知，形成品牌区隔。相比于行业竞争对手，传统综合性珠宝品牌主打综合品牌情感，例如周大生坚持“爱”与“美”为品牌文化核心；专业钻石品牌切入某一细分概念，例如“IDO”以婚礼誓言代表对爱情承诺，Leysen 则赋予珠宝“王室品味”的情感诉求，DR 可通过身份证验证形式将抽象化的品牌情况诉求具体化，赋予求婚钻戒“唯一”的特征，品牌区分度高。

表 13：同业可比公司品牌情况内涵比较

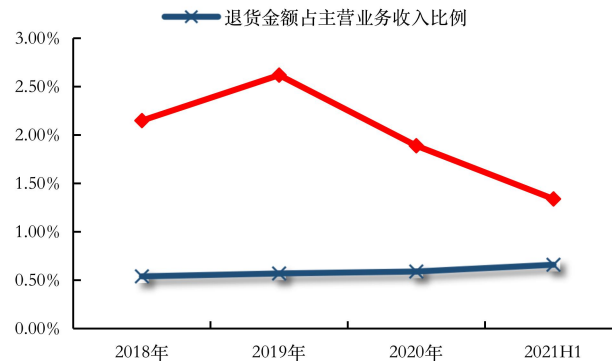
公司	情感内涵
综合珠宝品牌	周大生 坚持“爱”与“美”的品牌文化核心，采用全方位、立体式的品牌营销战略加强品牌宣传。
	周六福 以“缔造价值、传承真爱”作为品牌理念。其通过不同产品系列传达出多样的情感内涵，例如“甜宠海豚”系列以海豚元素为设计灵感，寓意爱情守护神的同时和品牌形象代言人张靓颖的“海豚公主”称号呼应。
	恒信玺利 “I Do”源自婚礼的誓言，代表着步入婚姻殿堂的爱侣对于爱情忠贞不渝的承诺，是最神圣的爱情宣言。一句“I Do”，钻戒滑入无名指，自此以爱为名，相守一生。
专业钻石品牌	莱绅通灵 Leysen 是欧洲著名的高端珠宝品牌，获得比利时王室授予的“王室珠宝供应商”头衔。2017 年，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。
	钻石小鸟 主打“定制钻戒，找小鸟”，情感主张“没有一枚钻戒，比亲手定制更有价值和意义”。
	迪阿股份 DR 求婚钻戒坚持“男士一生仅能定制一枚”到“男士一生仅爱一人”，契合婚恋人对于爱情专一性的追求，成为婚恋人“一生·唯一·真爱”的见证。

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

有效身份证件购买比例超过 99.7%，品牌理念不断深化。公司所有求婚钻戒产品必须通过提供男士有效身份证信息购买，同时绑定获赠人姓名，一经绑定除填写错误不得更改及删除，除升级换款及遗失补购外不得重复购买；同一对恋人可在购买求婚钻戒基础上购买结婚女戒产品或单独购买女戒产品（需提供身份信息）；其他产品（男戒、套链等）需订购女戒产品外方可购买。品牌自成立以来严格执行该理念，通过信息系统记录购买者信息以便查询，2018 年以来通过有效身份证明信息购买比例超过 99.7%，少数无需身份证明信息的收入主要来自子品牌 Story Mark 以及产品售后等收入；同时，公司定制产品无质量问题原则上不提供退货服务，提供升级换款服务（9.8 万元以下单价产品升级商品不低于原产品的 1.3 倍，9.8 万元以上单价产品升级商品不低于原售价产品），公司 2018 年以来退货及换货商品均维持相对稳定水平。

图 40：公司 2018-2021H1 有效身份证件产品购买比例情况


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 41：公司 2018-2021H1 产品退货、换货收入占比情况


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

提供高端求婚场地等增值项目提升品牌形象，提升品牌形象。公司通过良好的店铺形象、差异化的增值服务不断强化品牌形象，提升消费者体验。例如，公司在部分核心城市推出数家真爱体验旗舰店，通过店铺氛围营造、产品细节设计、设置求婚表白专用区域等方式，为消费者提供具备 DR 特色的真爱购物体验。通过增值服务体系，进一步强化品牌形象，提升品牌区分度。

图 42：公司部分城市真爱体验门店形象



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

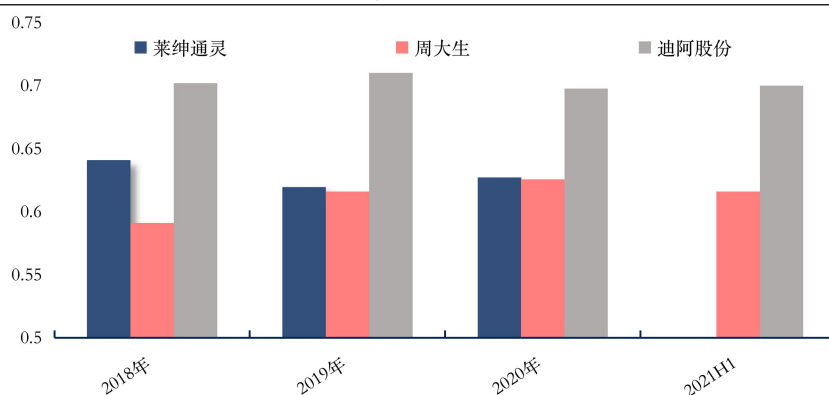
独特品牌理念竞争对手模仿成本高，提升品牌溢价，克拉价格处于较高水平，毛利率领先。尽管公司品牌理念无法获得专利保护，但仍具备较高模仿壁垒：1) 消费者认知的先发优势；DR 品牌价值主张深入人心，消费者认知不断积累，沉淀先发优势；2) 持续的品牌及市场投入维护品牌理念；3) 高效信息系统支持，不断积累数据。独特的品牌心智建立助力提升品牌溢价，相比于同业竞品，公司产品克拉价格领先，以 0.3 克拉、I-J 色、SI-VS 参数钻戒产品为例，公司产品售价高于竞品 29-48%；以自营渠道镶嵌类产品对比，2020 年莱绅通灵、周大生毛利率分别为 62.7%、62.6%，公司产品毛利率可达 69.8%，彰显一定品牌溢价。

表 14：公司代表产品克拉价格与同业比较

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	12,669~14,349	8,559~11,123
圆形	0.4 克拉	F-G	SI~VS	简单款	18,899~20,559	13,417~25,320
圆形	0.5 克拉	I-J	SI~VVS	简单款	25,449~32,889	18,068~27,838

资料来源：公司公告，信达证券研发中心（备注：价格来自天猫旗舰店售价）

图 43：同业镶嵌类产品自营渠道毛利率比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 流量运营：线上运营能力突出，紧抓年轻用户

20 年抖音快手等视频媒体投放迅速增加，捕捉流量变化敏锐。公司 2018-2020 年每年维持约 1.4 亿元市场推广费用，根据流量变化趋势进行线上线下灵活配置。其中，线下推广费用主要投放在户外广告、杂志、婚博会等渠道，线上推广费用包括微博、微信、广点通等社交媒体以及天猫京东等电商平台、抖音等短视频媒体、影视综艺以及搜索广告等。2018-2019 年公司市场推广以微博微信等社交媒体为主，占比约 50%，其次为搜索广告、线下推广两大投放，每年分别占比 13-14%；2020 年以来，公司增大短视频推广，21H1 投放比例提升至 34%，继续维持社交媒体较高投放比例，21H1 投放占比为 25%。综合而言，公司善于捕捉流量变化趋势，积极调整营销投放，助力用户获取。

表 15：公司市场推广费用结构及变化趋势

	2018 年		2019 年		2020 年		2021H1	
	金额 (百万)	占比	金额 (百万)	占比	金额 (百万)	占比	金额 (百万)	占比
社交网络	71.19	51.0%	69.55	50.4%	38.32	27.9%	21.52	24.7%
电商平台	16.34	11.7%	21.32	15.5%	29.31	21.4%	22.01	25.3%
影娱合作	6.80	4.9%	2.90	2.1%	11.95	8.7%	1.38	1.6%
搜索引擎	18.41	13.2%	20.31	14.7%	10.78	7.9%	6.60	7.6%
视频媒介	4.16	3.0%	3.17	2.3%	34.53	25.2%	29.64	34.0%
新闻媒介	3.41	2.4%	2.15	1.6%	0.06	0.1%	-	0.0%
线下推广	19.31	13.8%	18.64	13.5%	12.30	9.0%	6.04	6.9%

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

擅长新媒体营销，话题造势及粉丝沉淀领先同业。公司善于利用抖音、微博等社交新媒体造势，制造超级话题传播品牌理念，提升品牌知名度。例如，截止 2021 年 8 月，公司在微博上发布的“我是 dr 族”话题引起粉丝高度互动，晒出自身对 dr 理念的认同，阅读量达 17 亿，抖音上关于 dr 钻戒、dr 话题播放量分别达 8 亿、6 亿，远超过行业竞争对手话题关注度，引起粉丝情感共鸣。截止 2021 年 8 月，DR 在微博、抖音、微信公众号、微视累计粉丝量约 1294 万，远超竞争对手。

表 16：同业可比公司在抖音、微博等平台热点话题搜索情况

可比公司	微博			抖音		
公司	话题	阅读量	话题类别	话题	阅读量	话题类别
恒信玺利 (I Do)	#敢 boom 瓷就 i do#	1.5 亿	新品推介	#ido 钻戒	2.4 亿	品牌相关
	#i do 晚安#	1.3 亿	情感话题	#买克拉就选 IDo	2.2 亿	品牌相关
	#王琳凯 i do boom 瓷系列代言#	1.1 亿	代言人相关	#敢 boom 瓷就 ido	5,237.3 万	新品推介
周大生 (周大生)	#周大生宠爱节#	9,977.9 万	品牌活动	#周大生珠宝日常搞笑	3.8 亿	品牌相关
	#angelababy 周大生珠宝#	2,655.5 万	代言人相关	#周大生	3.2 亿	品牌相关
	#周大生陪你着急急诊科医生#	1,686.3 万	影视剧植入	#周大生珠宝	1.6 亿	品牌相关
周六福 (周六福)	#周六福全新品牌代言人张靓颖#	2,412.4 万	代言人相关	#周六福	3.0 亿	品牌相关
	#周六福珠宝全新品牌形象代言人#	449.2 万	代言人相关	#周六福珠宝	9,703.0 万	品牌相关
	#周六福无极金#	196.0 万	新品推介	#周六福潮金实验室	5,836.3 万	新品推介
莱绅通灵 (莱绅通灵)	#魏大勋莱绅通灵珠宝#	7,874.6 万	代言人相关	#莱绅通灵	601.9 万	品牌相关
	#莱绅通灵携手唐嫣#	6,017.8 万	代言人相关	#莱绅通灵珠宝	374.2 万	品牌相关
	#leysen 莱绅通灵品牌大使#	2,005.4 万	代言人相关	#魏大勋签约莱绅通灵	256.0 万	代言人相关
迪阿股份 (DR)	#我是 dr 族#	17 亿	粉丝分享	#dr 钻戒	8.5 亿	品牌相关
	#你戴上 dr 钻戒的样子真美#	8,136.5 万	粉丝分享	#dr	6.0 亿	品牌相关
	#dr 族真爱故事#	6,406.7 万	情感话题	#许愿 dr 钻戒	7655.4 万	品牌活动

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心 (备注: 数据日期为 2021 年 8 月)

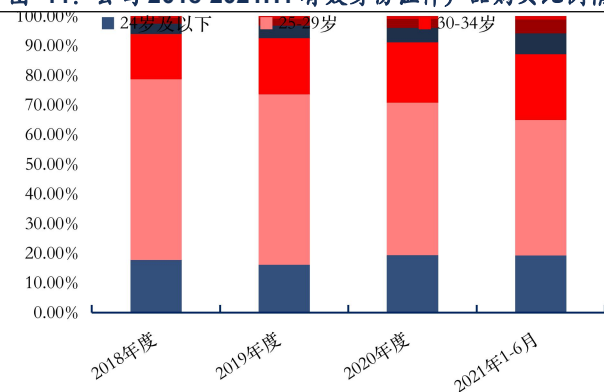
表 17：同业可比公司在抖音、微博等平台粉丝数量情况（单位：万）

同行业公司	微博	微信公众号	抖音	微视
恒信玺利	50.7	-	24.1	-
周大生	53.4	-	2.5	-
周六福	7.9	-	12.1	-
莱绅通灵	24.2	-	0.2	-
迪阿股份	404.9	458.9	206.6	223.2

资料来源：公司公告，信达证券研发中心（数据日期为 2021 年 8 月）

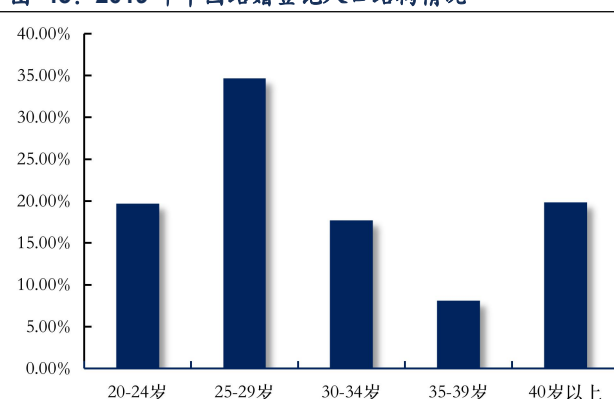
从新媒体着手紧握年轻消费者，用户年轻化程度高，提升 30-34 岁用户收入比重。根据公司有效身份证信息订单收入结构，公司 25-29 岁男性用户贡献收入比重最高，2020 年达 51%，30-34 岁以及 20-24 岁次之，占比分别达 20.29%、19.38%，整体以 34 岁以下用户为主。根据民政局结婚登记年龄结构数据，2019 年 20-24 岁、25-29 岁以及 30-34 岁结婚登记人口权重分别为 19.7%、24.9%、17.7%。考虑到数据口径差异，即公司数据口径以男性用户销售金额为权重计算，民政局结婚登记年龄结构以男女双方数量为权重计算，而一般登记夫妻中男性年龄偏大，高龄男性婚戒消费实力或更强，对比公司用户结构相比于行业结婚登记结构，公司 29 岁以下低龄用户获取能力突出，成为消费主力军，且伴随行业整体结婚登记人群高龄化转变，公司提升 30-34 岁用户订单转化能力。

图 44：公司 2018-2021H1 有效身份证件产品购买比例情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 45：2019 年中国结婚登记人口结构情况



资料来源：万得，民政局，信达证券研发中心

4.3 模式创新：直营模式保障用户体验，定制模式实现低库存高周转

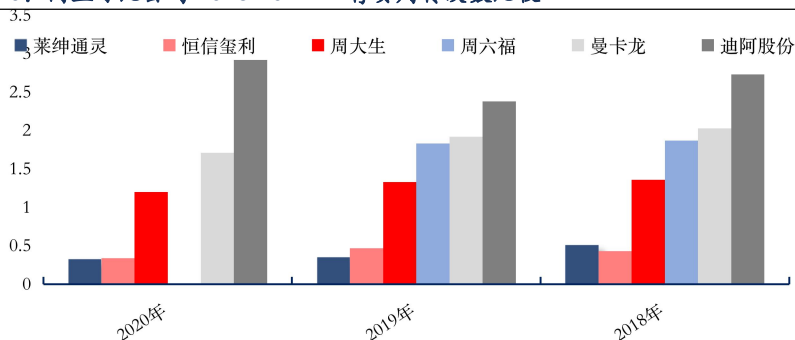
公司采用直营为主的销售模式，提升用户体验。公司目前采用直营模式进行门店扩张，门店装修、销售人员等均由公司主导，有助于维护品牌形象，提升用户体验。同业竞争对手来看，传统综合性珠宝品牌周大生、周六福等采取以加盟为主的门店策略，仅在少数核心城市设立直营门店，两者加盟门店数量占比分别为 94%（截止 21H1）、99%（截止 20H1）；专业性品牌莱绅通灵、IDO 等以加盟扩张为主，直营店占比整体略高于传统珠宝品牌，截止 2020 年末，莱绅通灵、恒信玺利加盟店占比分别为 49%、78%。

表 18：同业可比公司门店扩张模式差异

可比公司	门店拓展特点
周大生	自营店的经营区域主要为直辖市、部分省会城市等一、二线城市，其他区域（三、四线及其他城市）主要由加盟商经营。截至 2021 年 6 月末，周大生共有加盟店 4,014 家，占比 94.29%。
周六福	在国内一、二线或省会城市的核心商圈开设自营店，加盟店高度覆盖三、四线城市。截至 2020 年 6 月末，周六福共有加盟店 3,425 家，占比 99.19%。
莱绅通灵	以江苏、安徽为核心，辐射打造河南、山东、浙江标杆省份，着力打造西安、太原、天津、沈阳标杆城市。截至 2020 年末，莱绅通灵共有加盟店 289 家，占比 49.23%。
恒信玺利	销售网络已基本覆盖全国一线城市、省会、直辖市及经济发达城市。截至 2020 年末，恒信玺利共有加盟店 561 家，占比 78.35%。
迪阿股份	门店分布与各区域经济实力有一定的相关性，主要布局在一线、二线和三线城市，均为自营门店

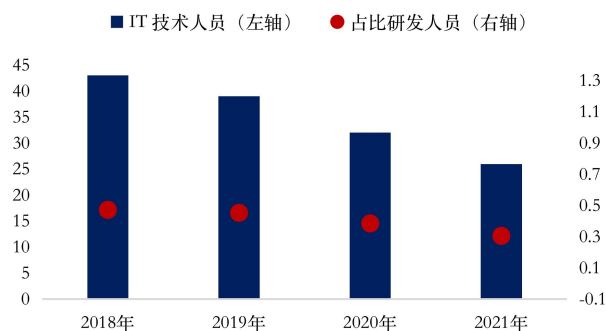
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

定制化销售模式为客户提供多样选择同时实现低库存高周转。公司采用定制化销售模式，以求婚钻戒为例，客户选择钻托款式、钻石 4C 参数、材质等后根据尺寸及是否刻字进入定制流程，根据库存情况一般不超过 30 天可取货；既满足客户差异化需求，同时降低公司存货周转天数提升周转效率，维持良好现金流状态。公司定制产品收入占比 99% 以上，2020 年存货周转次数为 2.92 次，得益于 18 年以来持续优化，优于同业水平。

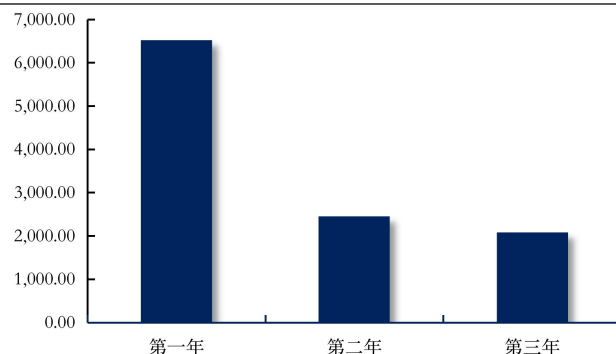
图 46：同业可比公司 2018-2021H1 存货周转次数比较


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

持续信息投入提升运营效率，数据资产积累助力紧握手流。公司致力于信息系统建设及投入，已搭建完善的前、中、后台系统；其中前台系统打通各线下门店及线上店铺数据通路，可实现多渠道订单快速响应，提升渠道管理效率；中台系统对业务数据进行提纯加工汇聚，为公司全渠道运营提供历史数据支撑；后台系统依托 SAP 平台，涵盖数据管理、订单集成、财务会计等功能，支撑业务长期稳健发展。截止 2020 年，公司拥有 IT 技术人员 32 人，占比研发人员总数的 39%；公司 2020 年研发投入为 1680 万元（含 IT 及珠宝设计等研发投入），占比收入 0.68%；未来公司将通过自研、高校合作等方式继续加大信息建设投入，募集资金中拟使用 1.1 亿元投资信息化系统建设，提升未来信息化数据能力。

图 47：公司 IT 技术人员人数变化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 48：公司未来 3 年信息化系统拟投入金额（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

未来看点

5.1 渠道维度：资金助力门店扩张，高效门店模型盈利水平有保障

未来三年门店扩张可期，年均可达 79.3 家。根据公司募集资金规划，拟投资 7.4 亿元在未来 3 年在全国开设 238 家门店。其中旗舰店 10 家，单店铺面积约 300 平方米，为公司最高形象店铺，拟建于一线、准一线、二线城市；标准店铺 228 家，单店铺面积约 100 平方米，拟建于一线、准一线、二线、三线城市及其他城市，此外，公司将建设 2 个区域管理中心，定位市场区域管理，面积约 200 平方米。

表 19：公司未来拟扩展门店类型及布局情况

店铺类型	面积	功能介绍	选址	效果图
旗舰店	约 300 平方米	精选一二线城市核心商圈，结合当地特色，打造品牌最高形象店铺	一线城市；准一线城市；二线城市	
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；	一线城市；准一线城市；二线城市；三线城市	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

本次项目将分 3 年建设，其中旗舰店分 10 批建设，标准店分 12 批建设，区域中心分 2 批建设。若假设项目将从 2022 年开始启动，每批建设门店数量一致，则 T+1 年、T+2 年、T+3 年旗舰店与标准店门店数量合计分别为 78 家、80 家、80 家，对应开店平方数为 8200 平方米、8800 平方米、8800 平方米。

表 20：公司招股书披露门店扩张预期进度情况

类型	T+1 年	T+2 年	T+3 年
旗舰店	第一至二批 (2 家)	第三至六批 (4 家)	第七至十批 (4 家)
标准店	第一至四批 (76 家)	第五至八批 (76 家)	第九至十二批 (76 家)
区域管理中心	第一至二批 (2 家)		
合计门店	78 家, 约 8200 平方米	80 家, 约 8800 平方米	80 家, 约 8800 平方

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

以当前坪效及盈利水平为例, 高效未来抢占市场份额可期。公司 2018-2020 年店铺平均坪效为 7.16 万/年/平方米, 2021H1 受益于线上流量推广引流效率提升等因素, 坪效提升至 12.95 万元/年/平方米 (计算口径为上半年平均月坪效*12 个月)。若后者为新门店未来成熟运营下的坪效, 则进入成熟期后可带来 33.4 亿元新增店铺收入, 将极大提升公司市场份额; 同时, 公司依托高效门店管理措施, 单店盈利模型良好, 2018-2020 年线下门店仅考虑租金、装修、人力、市场推广费用平均营业利润率可达 38%, 21H1 受益于平效提升同一口径下营业利润率超过 50%, 良好的单店模型推动公司高质量抢占市场份额。

参考同业门店数据, 开店空间较大, 有望强化优势区域, 填补空白区域。传统综合性珠宝品牌商门店基数高, 周大福、周大生门店数量分别为 4591 家 (2021 财年)、4189 家 (2020 年), 较上年同期增加 741 家、178 家, 高门店基数下龙头品牌商稳步扩店; 专业性钻石品牌商整体门店数量少, 代表品牌门店数量仍高于公司门店数量, 恒信玺利、莱绅通灵 2020 年门店数量分别为 1310 家、587 家。截止 2021H1 公司门店数量仅 375 家, 未来门店扩张空间大, 有望加强优势地区市占率, 填补空白市场份额。

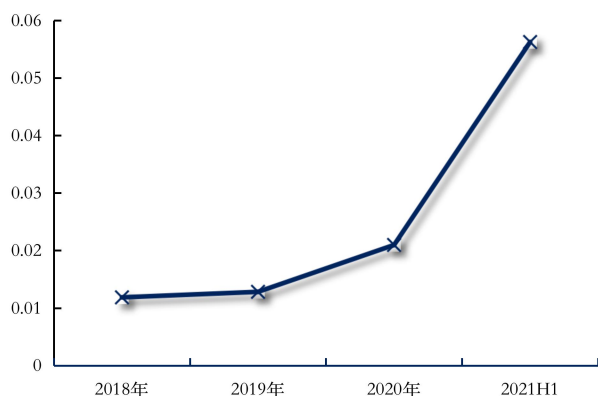
表 21：同业可比公司 2018-2021H1 门店布局数量及变化

可比公司	2018 年			2019 年			2020 年			2021H1		
	自营店	加盟店	合计	自营店	加盟店	合计	自营店	加盟店	合计	自营店	加盟店	合计
周大生	302	3,073	3,375	278	3,733	4,011	249	3,940	4,189	243	4,014	4257
周大福	9	2,781	2,790	22	3,446	3,468	未披露	未披露	—	未披露	未披露	未披露
恒信玺利	—	—	—	713	—	713	561	749	1,310	717	155	872
莱绅通灵	290	447	737	278	352	630	298	289	587	未披露	未披露	未披露
迪阿股份	250	-	250	302	-	302	353	-	353	375	-	375

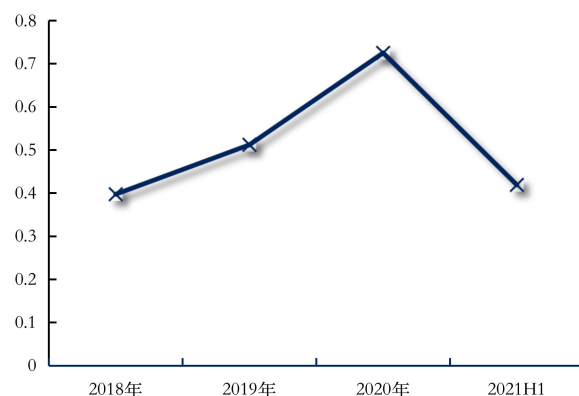
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

5.2 产品维度：推陈出新，提升求婚钻戒产品连带率

丰富产品结构，提升求婚钻戒对其他产品连带率。2020 年公司求婚钻戒产品销量为 17.1 万只, 当年结婚登记新人对数为 813 万对, 不考虑购买钻戒产品的时间差, 以销量看公司求婚钻戒市占率为 2.1%, 21H1 市占率提升至 5.6%, 为公司强势品类。但是, 公司结婚对戒产品销量低于求婚钻戒产品, 2020 年结婚对戒产品占比求婚钻戒产品比重仅 72.5%, 21H1 求婚钻戒高增长下两者比重反而下降至 41.9%; 若以一对新人配备一只求婚戒指和一对对戒来看, 则两者比例最高可达 2。当前公司求婚钻戒产品表现出较强优势, 份额不断提升, 未来有望提升连带率, 带动结婚对戒销售。此外, 公司戒指外其他饰品目前销量较低, 收入占比不足 2%, 未来具备较大提升空间。

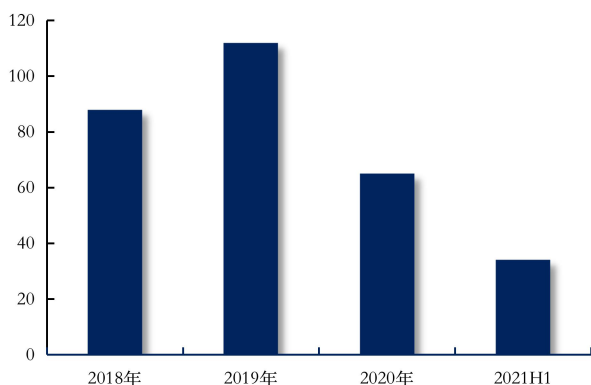
图 49：公司 2018-2021H1 求婚钻戒占结婚登记对数比重


资料来源：公司公告，民政局，信达证券研发中心

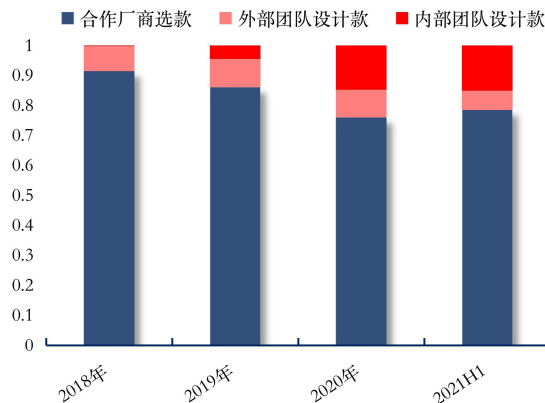
图 50：公司 2018-2021H1 结婚对戒与求婚钻戒销量比重


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

提升产品设计，推陈出新，夯实产品设计带动销售。公司每年维持较高产品推新节奏，2018-2020 年平均每年推出 88 余款产品，保障产品维持经典特色之余紧跟时代潮流；同时，公司近年来不断夯实内部设计团队建设，截止 2021H1 内部设计师团队设计产品贡献收入占比达 15.1%，较 2018 年提升 14.95pct。未来，公司将不断加强产品设计，根据时尚潮流推陈出新，孵化更多畅销产品带动销售。

图 51：公司 2018-2021H1 产品款式新增情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 52：公司未来 3 年合作研发及自创设计情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

6.1 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年收入分别 45.9 亿元、63.3 亿元、84.3 亿元，同比增速分别为 86.2%、37.8%、33.3%，毛利率分别为 69.7%、69.7%、69.7%。分收入结构来看，我们预计公司 2021-2023 年线下渠道收入分别为 40.9 亿元、56.6 亿元、75.2 亿元，同比增速分别为 83.9%、38.2%、33.0%，毛利率分别为 70.5%、70.5%、70.5%；预计公司线上渠道收入分别为 4.8 亿元、6.5 亿元、8.7 亿元，同比增速分别为 115.0%、35%、35%，毛利率分别为 64.9%、64.9%、64.9%。综合，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.4 亿元/18.6 亿元/24.3 亿元，对应增速为 138.6%/38.2%/30.5%。

表 22：公司收入成本拆分及预测（单位：百万元）

	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
收入（百万）	1665	2465	4590	6327	8432
yoy	11.0%	48.1%	86.2%	37.8%	33.3%
毛利率	70.2%	69.4%	69.7%	69.7%	69.7%
—线下渠道（百万）	1522	2225	4091	5656	7523
yoy	14.4%	46.2%	83.9%	38.2%	33.0%
毛利率	71.1%	70.3%	70.5%	70.5%	70.5%
收入占比	91.5%	90.3%	89.1%	89.4%	89.2%
其中：平均门店数量（家）	277	310	395	525	655
净增门店数量（家）	52	51	85	130	130
单店产出（万元/年）	550	718	1036	1077	1149
—线上渠道（百万）	126	223	479	647	874
yoy	-21.8%	76.3%	115.0%	35.0%	35.0%
毛利率	70.2%	64.6%	64.9%	64.9%	64.9%
收入占比	7.6%	9.0%	10.4%	10.2%	10.4%

数据来源：信达证券研发中心预测

6.2 估值与投资评级

参考公司发行定价 116.88 元/股，对应 2021-2023 年公司估值分别为 34.9 倍、25.1 倍、19.2 倍。根据 wind 一致预期，同业可比公司周大福、曼卡龙、中国黄金 21-23 年估值分别为 32.6 倍、26.4 倍、22.1 倍，考虑到公司为细分市场龙头品牌商，开店助力未来高增长，建议积极关注。

表 23：公司同业可比公司估值情况

		2021E	2022E	2023E
周大福	归母净利润增速	15.84%	19.11%	14.65%
	PE	20.66	17.34	15.13
曼卡龙	归母净利润增速	73.17%	18.82%	15.20%
	PE	45.42	38.23	33.18
中国黄金	归母净利润增速	49.26%	34.58%	29.84%
	PE	31.62	23.49	18.09
平均估值		32.6	26.4	22.1
平均归母净利润增速		46.09%	24.17%	19.90%

数据来源：万得，信达证券研发中心（更新至 2021 年 12 月 9 日）

风险因素

婚庆钻饰市场景气度下降风险。2018-2020 年我国结婚登记对数分别为 1014 万对、927 万对、813 万对，呈现逐年下降趋势；同时婚恋市场越来越多消费者选择钻饰替代传统贵金属饰品，以钻戒为代表的首饰渗透率不断提升对冲结婚登记人数下降。若未来受居民消费水平、消费理念等影响，钻饰渗透率无法继续提升，将影响行业需求景气度，进而影响公司收入持续稳定增长。

婚庆钻饰市场竞争加剧风险。钻饰市场行业参与者较多，传统综合性珠宝品牌商如周大福、周大生等依靠持续品牌沉淀、深度渠道覆盖等优势获得一定市场份额，专业性钻饰品牌如 I DO、钻石小鸟等依托特定模式或理念创新拥有一定粉丝基础，外资大牌逐步国内布局，抢占高端市场份额。钻饰产品拥有较高毛利率，若未来各大品牌厂家不断加大细分领域资源投放，将加剧行业竞争，影响公司份额持续提升。

门店开拓不及预期风险。公司未来将通过加大门店布局提升消费者触达提升细分市场份额。一方面若门店选址、市场推广等方面不及预期，将影响门店收入达成，另一方面，门店租金、人力等成本逐步上升，若公司未能持续优化运营管理，将影响门店盈利水平，进而影响公司稳步扩店获得市场份额。

创新理念被模仿复制进而影响品牌力风险。公司成立之初坚持“男士一生仅能定制一枚”的独特品牌理念，并采用定制化为主的销售模式为客户提供多样化选择的同时降低自身存货风险，同时擅长新媒体营销持续获得年轻化流量。若未来行业竞争对手不断模仿公司创新模式，可能影响公司品牌独特性，进而影响收入稳定增长。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	884	1,619	7,721	10,056	13,065
货币资金	162	181	5,398	7,374	9,945
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	83	166	314	433	578
预付账款	46	43	81	111	148
存货	213	297	549	756	1,009
其他	380	931	1,379	1,382	1,385
非流动资产	151	313	733	739	744
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	4	3	5	7	9
无形资产	6	6	8	10	12
其他	140	303	720	722	724
资产总计	1,035	1,932	8,454	10,795	13,810
流动负债	358	804	1,300	1,783	2,373
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	98	198	362	499	666
应付账款	38	111	202	278	371
其他	222	496	735	1,006	1,336
非流动负债	8	9	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	9	14	14	14
负债合计	366	813	1,314	1,797	2,387
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	669	1,118	7,140	8,998	11,423
负债和股东权益	1,035	1,932	8,454	10,795	13,810

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,665	2,464	4,590	6,327	8,432
同比 (%)	11.0%	48.1%	86.2%	37.8%	33.3%
归属母公司净利润	264	563	1,344	1,858	2,425
同比 (%)	-3.2%	113.4%	138.6%	38.2%	30.5%
毛利率 (%)	70.2%	69.4%	69.7%	69.7%	69.7%
ROE%	39.4%	50.4%	18.8%	20.6%	21.2%
EPS(摊薄)(元)	0.66	1.41	3.36	4.64	6.06
P/E	—	—	—	—	—
P/B	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,665	2,464	4,590	6,327	8,432
营业成本	496	755	1,392	1,917	2,558
营业税金及附加	94	130	252	348	464
销售费用	674	729	1,147	1,626	2,235
管理费用	120	160	174	240	320
研发费用	13	17	13	18	24
财务费用	7	11	-19	-70	-96
减值损失合计	-1	-8	-15	-15	-15
投资净收益	10	16	41	57	76
其他	21	22	35	47	62
营业利润	290	692	1,690	2,337	3,050
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	290	692	1,691	2,337	3,050
所得税	26	128	347	479	625
净利润	264	563	1,344	1,858	2,425
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	264	563	1,344	1,858	2,425
EBITDA	315	720	1,610	2,178	2,832
EPS(当年)(元)	0.66	1.41	3.36	4.64	6.06

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	357	894	1,360	1,925	2,501
净利润	264	563	1,344	1,858	2,425
折旧摊销	48	47	0	0	0
财务费用	0	-1	0	0	0
投资损失	-10	-16	-41	-57	-76
营运资金变动	52	296	39	109	137
其它	4	4	18	15	15
投资活动现金流	-266	-692	-823	51	70
资本支出	-69	-40	-4	-4	-4
长期投资	-207	-667	-444	0	0
其他	10	15	-376	55	74
筹资活动现金流	-91	-121	4,680	0	0
吸收投资	0	0	40	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-90	-120	0	0	0
现金流净增加额	1	80	5,216	1,976	2,571

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。