

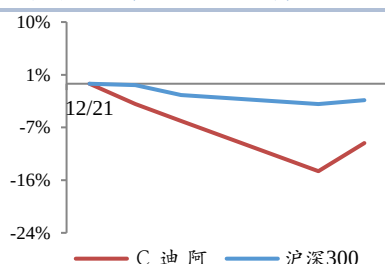
新晋钻石婚戒龙头，DTC 模式在珠宝领域的成功典范

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-12-21

收盘价（元）	149.11
近 12 个月最高/最低（元）	165.01/141.60
总股本（百万股）	400
流通股本（百万股）	34
流通股比例（%）	8.55
总市值（亿元）	596
流通市值（亿元）	51

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 迪阿股份：模式、渠道、理念契合，品牌营销驱动的新晋钻戒巨头。

迪阿股份是 2010 年成立的新晋钻石饰品巨头，前身为管理咨询公司，具备咨询服务基因。公司主营求婚钻戒、结婚对戒 2021H1 营收占比分别 75.8%、22.5%，2020 年实现营收/归母净利润 24.6/5.6 亿元，YoY+47.3%/113.4%。增长驱动上，我们认为与同业普遍渠道驱动不同的是，迪阿依靠品牌营销驱动增长，凭借极其克制的品牌及营销理念（“男士一生仅能定制一枚”），强化钻石婚戒象征“永恒唯一”的附加价值，与钻石婚戒低消费频次、较高客单价的产品特征相契合，进而增加品牌区隔，以牺牲复购率换取高用户转化，筛选相同价值观的年轻消费群体，形成高用户转化。公司 2021H1 单次购买人数占比达 96.2%。客群结构上，产品定位千禧一代、Z 世代群体，2020 年 29 岁以下用户收入占比达 70.8%。随着公司 2020 年调整宣传渠道结构，年轻客群的低钻重婚戒销售占比扩大，均价下降，2021H1 万元以下婚戒销售占比为 74.2%，收入占比 35%，其中万元以下销售均价仅 3700 元，较 2020 年分别+15.1pcts/-28.7%；财务分析：我们认为公司凭借差异化品牌理念打造有效区隔+定制、委外模式提升产品盈利空间+渠道自营终端管控能力强，及三者与产品特性的高度契合，实现持续领跑行业的盈利能力。2020 年公司毛利率/净利率 69.4%/22.9%。叠加较高的总资产周转率及权益乘数，ROE 水平长期稳居珠宝行业之首。公司 2020 年 ROE 63%，远超排名第二的老凤祥（21.2%）。

市场担忧公司品牌营销驱动增长模式下可持续性，我们尝试多维度分析其增长合理性：（1）模式契合：采取定制化销售及委外加工模式。

定制模式下产品的非标属性利于凸显产品的稀缺性和唯一性，强化品牌理念。同时公司能够更好的收集消费者需求及反馈，及时对消费者偏好及多元化需求做出响应（市场需求的高敏感度）。（2）渠道契合：截至 2021 年 6 月公司拥有自营门店 375 家（300+真爱体验店），较 2018 年末增长 50%，分布于华东高线城市。公司通过搭建多层次销售渠道平台（线上自建网站+线下直营+开设体验店）实现 O2O 融合发展，打通线上线下渠道数据汇集，能够形成独特的信息系统优势。另直营模式下便于公司对所有门店均统一定价、统一管理运营，便于塑造品牌形象。我们认为公司开设线下体验店实质为探索“B2C”向

“C2S2M”的新零售转型，进而实现高效消费者触达（需求洞察）。（3）品牌契合：主品牌 DR 贡献 99.9%营收，新品牌 Story Mark 采用更加个性化的“专属定制”系列（高定倍率），价格带下限较高。求婚钻戒 Only Love 系列价格下限 1.4 万元。我们认为子品牌更加灵活且个性化的“专属定制模式”有望赋予其产品更高的附加价值和更大的溢价空间（定倍率随功能性→定制→专属定制依次增加），随着消费客群代际更替，个性化消费崛起，未来或具备较大的发展空间。

● 从“人、货、场”看新零售背景下钻石珠宝发展趋势与新机遇

国内钻石饰品存在 700 亿的存量市场，婚恋钻饰份额约 75%。回顾日、美钻石婚戒发展历程，人均 GDP 突破 5000 美元后钻石婚戒快速渗透，中国在 2019 年人均 GDP 突破万元美金，但据政府工作报告提到仍有 6.1 亿人月收入不足 1000 元，目前中国 47% 的钻石婚戒渗透率相比于美国和日本的 55% 以上仍有成长空间。我们认为新零售背景下钻石珠宝品牌发展受三重因素影响（1）“人”：“G2 上层中产”引领钻石消费趋势。中国三、四线城市钻石渗透率仅 37%，较一线城市的 61% 差距较大。未来共同富裕背景下低线城市中产阶级的加速崛起有望驱动钻石渗透率提升，带来婚恋钻石新增量，对冲结婚人数下降的不利影响。据麦肯锡预测，2002-2022 年间中国三四线城市中产占比由 17% 扩大至 39%。另一方面，伴随年轻上层中产逐渐成为钻石珠宝消费主力，钻石饰品呈现出忠于品牌，重视体验，个性化、定制化需求提升，依赖互联网“种草”的新消费趋势。在此背景下，差异化、定制类、依托品牌营销驱动的新兴钻石品牌有望迎来发展机遇。（2）

“货”：珠宝消费品牌化趋势凸显，婚戒定制化偏好增加。钻石婚戒购买频次低+客单价较高的产品特性及象征浪漫爱情的附加意义，品牌背书能降低较高的购前检索成本，因此由品牌文化或品牌故事加持下的珠宝品牌被不同年龄段珠宝消费者所认同。另一方面，随着 90 后进入适婚年龄，其个性化消费偏好推动钻石婚戒呈现定制化趋势；（3）

“场”：短期 MAU 提升支撑短视频营销费效比，行业步入精细化内容运营阶段。直播带货较传统电商能够对珠宝更充分展示+主播背书利于消除信息不对称，珠宝电商渠道规模及占比持续增长。2020 年珠宝电商交易规模同比增长 41.2% 至 679.5 亿元，占比扩大至 10.5%。对于钻石珠宝，线上起到商品展示、品牌营销、以及向线下引流作用。随着流量由移动互联网向短视频迁移或已接近饱和（2020 年渗透率 74.5%），我们认为短期 MAU 提升支撑短视频费效比，长期短视频行业将由粗放式资源投入向比拼精细化内容运营过渡。消费者触达效率更高（需求连接更加精准）、能够实现 O2O 融合、全渠道营销（线上营销向线下引流或线下体验向线上引流）的珠宝品牌有望持续受益。

● 解密 DR 逆势增长：DTC 模式下差异化理念+精细化运营赋能品牌价值

（1）差异化破局：公司打造“一生唯一”“专属定制”的差异化理念及采用品牌营销驱动增长的模式，业绩受品牌传播和门店建设共同影响，因此具备较强韧性，疫情期间获以逆势增长。2020 年营收同比增长 48.1%，年末门店数量 353 家，同比增长 16.9%。我们认为品牌驱动的本质为 DTC 模式创新，而迪阿多维度重现 DTC 模式成功路径。展望未来，迪阿采用 DTC 模式有望通过缩减中间渠道实现可持续的低成本消费者触达（高效甄别消费者+准确识别需求，传统渠道消费者甄别效率及需求识别能力较差）。可持续性的优势或具体体现为：对客户需求更快响应，帮助市场下沉及消费体验提升。（2）营销出圈：公司率先加码短视频营销布局，实现低成本的用户触达。资源投入上，公司承接短视频流量红利，2020 年以来通过调整推广结构，加码高费效比短视频品牌（推广渠道投入占比由 2019 年的 2.3% 提升至 2020 年

的 25.2%)，成功实现低成本消费者触达，单次点击成本由 2018 年的 2.32 元/次下降至 2020 年的 0.45 元/次。营销效果上，各渠道流量增长迅速。2020 年视频渠道内容/电商平台点击量增长 931.3%/97.4，抖音、快手、百度上的话题热度持续提升。**(3) 品牌打造：**站在消费者购买产品全周期看，品牌、营销、产品分别用于降低消费者的“购前”、“购中”、“购后”成本。迪阿具备精细化内容运营能力，有效提升用户触达率。公司 2021H1 视频媒介渠道获赞次数为 2553.8 万次，可比公司中获赞次数最多的恒信玺利获赞次数为 220.7 万次。多平台粉丝数量均呈增长态势，流量转化优势显著，各平台粉丝数量处于行业领先地位。截至 2021 年 6 月社交网络/视频媒介粉丝数 404.9/206.6 远超可比公司。店效上，从 2019 年的 504 万元/家升至 2020 年的 630 万元/家，同比增长 25%，线下营收大幅增长 46.2%至 2225.1 万元。钻石婚戒高客单价、低消费频次的特点使消费者具备较高的购前触达成本（例如产品选择时间成本），因此较其他消费品亟需品牌背书。长期看，珠宝首饰消费依旧需要线下场景扩张，因此公司上市募资完善线下渠道布局，助力品牌力提升，降低消费者的购前成本。此次上市募资中 7.4 亿元（57.6%）用于完善线下渠道布局，有望进一步提升品牌影响力。

● 投资建议

品牌营销驱动的钻石婚戒稀缺标的，具备咨询服务基因。DTC 模式在珠宝领域的成功典范。凭借模式、渠道、理念与产品特性高度契合，ROE 水平长期领跑同业。我们认为在短视频营销消费比放缓背景下，迪阿有望凭借精细化内容运营能力及缩减中间渠道，重现 DTC 模式成功路径，实现可持续低成本消费者触达。同时显著的品牌区隔通过甄别相同价值观群体有望带来持续性的高用户转化。预计 2021-2023 年实现归母净利润 13.3/18.7/23.3 亿元，EPS 分别为 3.3/4.7/5.8 元，对应当前股价 PE 为 45/32/26 倍，首次覆盖给与“买入”评级。给予公司 2022 年 47x PE，对应总市值 880.78 亿元。

● 风险提示

后续品牌营销效果不达预期、婚庆钻石市场竞争加剧、线下门店开拓不及预期，其他珠宝品牌效仿导致品牌区隔降低进而降低用户转化。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2464	4738	6683	8420
收入同比 (%)	48.1%	92.2%	41.1%	26.0%
归属母公司净利润	563	1327	1874	2330
净利润同比 (%)	113.4%	135.6%	41.2%	24.4%
毛利率 (%)	69.4%	69.2%	69.1%	68.4%
ROE (%)	50.4%	53.4%	43.0%	34.8%
每股收益 (元)	0.00	3.32	4.68	5.82
P/E	0.00	44.94	31.83	25.60
P/B	0.00	24.01	13.69	8.92
EV/EBITDA	-0.25	32.21	22.74	17.91

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 迪阿股份：模式、渠道、理念契合的新晋钻石婚戒巨头	7
1.1 公司概况：新晋钻石婚戒巨头，品牌营销驱动增长	7
1.2 财务分析：高盈利+高周转，ROE 水平大幅领先同业	9
1.3 模式契合：定制销售+委外加工，实现低库存、高周转、高盈利	10
1.4 渠道契合：直营布局华东高线城市，开设体验店探索新零售转型	12
1.5 品牌契合：以 DR 为基石，探索高定倍率的“专属定制”子品牌	15
2 从“人、货、场”看新零售背景下钻石珠宝发展趋势与新机遇	17
2.1 钻石饰品：700 亿元存量市场，婚恋仍为主要需求	17
2.2 人：“G2 上层中产”引领钻石珠宝消费趋势	19
2.3 货：珠宝消费品牌化趋势凸显，婚戒定制化偏好增加	22
2.4 场：短期 MAU 提升支撑短视频营销费效比，行业步入精细化内容运营阶段	23
3 解密 DR 逆势增长：DTC 模式下差异化理念+精细化运营赋能品牌价值	25
3.1 差异化破局：显著区隔的品牌理念+差异化的 DTC 模式	25
3.2 营销出圈：率先加码短视频营销布局，实现更低成本用户触达	29
3.3 品牌建设：精细化内容运营降低“购中成本”，募资完善线下渠道布局	32
4 盈利预测与估值探讨	35
财务报表与盈利预测	41

图表目录

图表 1 迪阿股份历史沿革及营收变化	7
图表 2 迪阿股份近年来净利润变化	8
图表 3 迪阿股份期间费用率变化	8
图表 4 迪阿股份分产品营收占比 (%)	9
图表 5 迪阿股份客户分年龄营收贡献占比 (%)	9
图表 6 迪阿股份求婚钻戒产品分价格带销量占比 (%)	9
图表 7 迪阿股份客户分购买频次营收贡献占比 (%)	9
图表 8 迪阿股份钻戒、对戒毛利率相对稳定	10
图表 9 迪阿股份与可比公司毛利率对比 (%)	10
图表 10 迪阿股份与可比公司杜邦分解	10
图表 11 定制化与现货模式对比	11
图表 12 迪阿股份存货占总资产比重较可比公司更低	11
图表 13 迪阿股份库存周转天数处于行业低位 (天)	11
图表 14 迪阿股份固定资产占总资产比重较低 (%)	11
图表 15 迪阿股份退换货金额占营收比重较小	12
图表 16 公司产品设计依托粤港澳大湾区珠宝产业链	12
图表 17 迪阿股份与可比公司门店对比	13
图表 18 迪阿股份各门店家数	13
图表 19 公司线上线下收入占比变化	13
图表 20 迪阿股份自营门店主要集中于一线城市	14
图表 21 截至 2020 年末迪阿股份与可比公司门店分布对比 (%)	14
图表 22 迪阿股份真爱旗舰店	14
图表 23 迪阿股份线下门店简洁明亮	14
图表 24 迪阿股份各品牌钻戒产品特征梳理	15
图表 25 迪阿股份高价格带产品	16
图表 26 迪阿股份所获荣誉梳理	16
图表 27 公司近年来分产品销售均价变化	16
图表 28 中国钻石饰品需求及增速	17
图表 29 2020 年婚恋需求占钻石饰品份额约 25%	17
图表 30 中国人均可支配收入及消费支出持续提升 (元)	18
图表 31 2020 年中国人均 GDP 具备较大提升空间 (万元)	18
图表 32 主要国家新婚夫妇钻戒购买比例	18
图表 33 中国/美国/日本人均 GDP 变化趋势对比 (万美元)	18
图表 34 DR 与珠宝行业其余品牌在消费频率与价格上具备显著区隔	19
图表 35 我国中产阶级群体占比持续提升 (%)	20
图表 36 近年来中国婚姻登记对数持续下降	20
图表 37 低线城市钻石渗透率较低 (%)	20
图表 38 中国内陆城市中产阶级占比提升	21
图表 39 三线城市中产阶级占比提升	21
图表 40 中国上层中产在中产阶级中占比提升 (中国城市家庭占比口径)	21

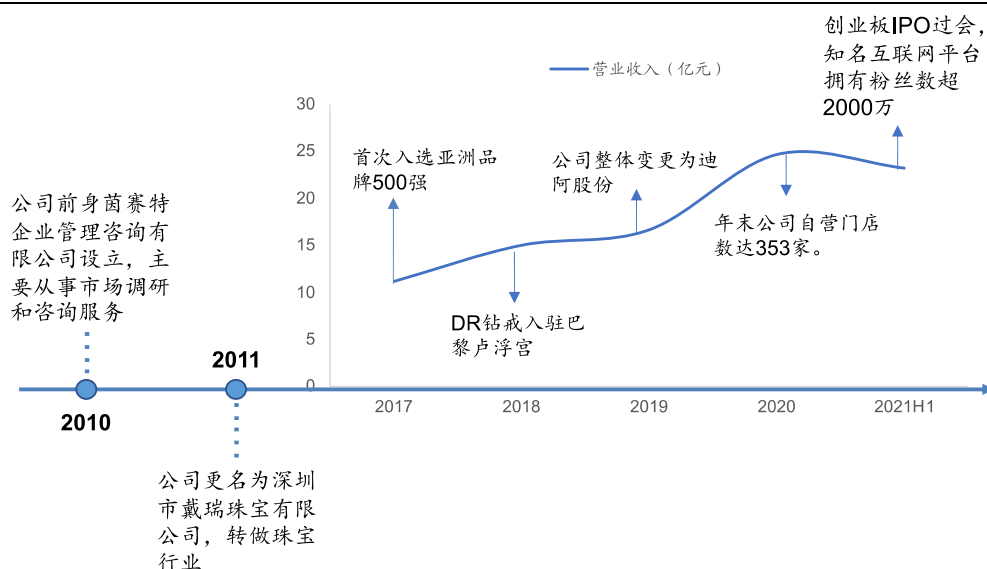
图表 41 G2 上层中产阶级更重视品牌、新产品体验以及购前评价 (%)	21
图表 42 大龄消费者在购买时更意品牌	22
图表 43 品牌在影响珠宝消费的因素中位居第二	22
图表 44 婚戒消费偏好趋势变化 (纵坐标为大致趋势)	23
图表 45 2019 年婚戒搜索关键词 TOP3	23
图表 46 中国珠宝饰品电商渠道规模及占比	23
图表 47 抖音 TOP100 主播带货品类分布情况 (销售额口径)	23
图表 48 天猫旗舰店各珠宝饰品销售额占比 (%)	24
图表 49 天猫旗舰店珠宝饰品客单价分布 (元)	24
图表 50 Z 世代群体中短视频软件的活跃人群占比显著高于其他千禧一代 (%)	24
图表 51 移动互联网流量向短视频迁移 (%)	25
图表 52 短视频渗透率及 MAU 持续提升	25
图表 53 DR 由品牌驱动增长	26
图表 54 迪阿股份与可比公司情感内涵对比	27
图表 55 同业 2020 年营收、门店数量普遍承压, 迪阿逆势增长	27
图表 56 迪阿多维度契合 DTC 典型的成功模式	28
图表 57 传统及 DTC 珠宝销售模式	29
图表 58 DR 品牌“唯一性”体系保证	30
图表 59 公司营收全部来自完善身份信息的客户	30
图表 60 带有双方承诺人签名的“真爱协议”	30
图表 61 迪阿股份流量成本及变化 (元/次)	31
图表 62 迪阿股份各推广渠道单位点击/访问量成本 (元/次)	31
图表 63 迪阿股份各推广渠道投入占比变化 (%)	31
图表 64 迪阿股份销售费用及推广投入占比变化	32
图表 65 迪阿股份投放内容点击量变化 (亿次)	32
图表 66 迪阿股份话题热度变化	32
图表 67 不同推广渠道的目标人群及宣传方式	33
图表 68 迪阿股份及可比公司 2021H1 短视频渠道获赞数 (万次)	33
图表 69 同业抖音账号运营情况	33
图表 70 迪阿股份各推广渠道粉丝数变化 (万)	34
图表 71 同业各渠道 2021H1 粉丝数对比 (万人)	34
图表 72 迪阿股份线上线下渠道核心数据拆分	34
图表 73 迪阿股份电商平台获客成本持续降低 (元/次)	34
图表 74 迪阿股份上市募集资金分配	35
图表 75 迪阿股份与可比公司门店数目对比 (家)	35
图表 76 公司求婚钻戒营收预测	37
图表 77 公司结婚对戒、其他饰品及业务营收预测	39
图表 78 可比公司 2020 年营收同比变动	40

1 迪阿股份：模式、渠道、理念契合的新晋钻石婚戒巨头

1.1 公司概况：新晋钻石婚戒巨头，品牌营销驱动增长

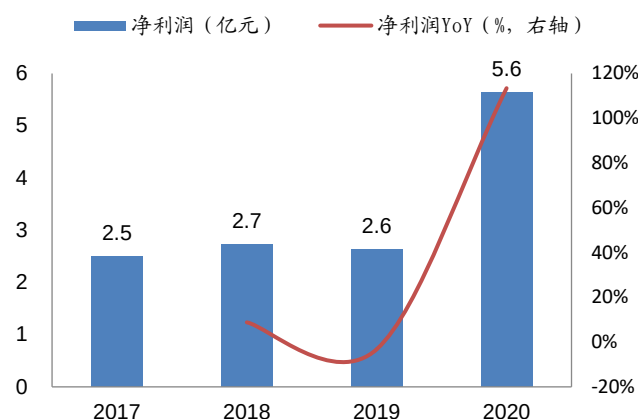
2010 年创立的新晋内陆钻石婚戒巨头，具备咨询服务基因。迪阿股份是国内领先的钻石婚戒定制企业，前身为茵赛特企业管理咨询有限公司，2011 年主营业务变更为珠宝首饰的品牌运营、研发设计和定制销售，为婚恋人群定制高品质求婚钻戒等钻石镶嵌饰品。公司主要采用自营和定制的销售模式，协同运作线上线下销售渠道，深耕钻戒领域，建设和推广具有较高知名度的 DR 等自有品牌。近年来公司规模快速扩张。2017-2020 年，基于不同发展阶段公司经营业绩有所变动，但整体表现优异。**(1) 营收端：**公司保持了良好的营收增长态势，2017-2020 年分别实现营收 11.2/15.0/16.7/24.6 亿元，CAGR 30.0%。2020 年公司加快铺设线下门店，扩大品牌影响力，公司营收同比增速达 47.3%。2021H1 实现营收 23.2 亿元，接近 2020 年全年营收水平。**(2) 利润端：**由于公司近年的快速扩张，期间费用增加使得 2019 年净利同比略有下降。2020 年公司加强费用管控，销售费用率下降 18.9pct，与快速增长的营收共同带动净利润实现 113.4% 高增长。

图表 1 迪阿股份历史沿革及营收变化



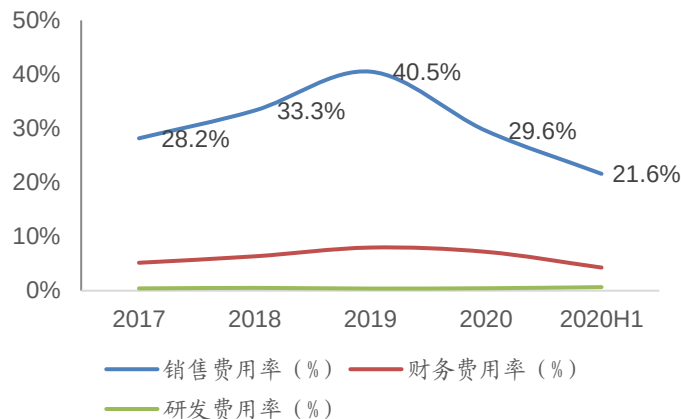
资料来源：招股说明书，公司年报，公司官网，华安证券研究所

图表 2 迪阿股份近年来净利润变化



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 3 迪阿股份期间费用率变化



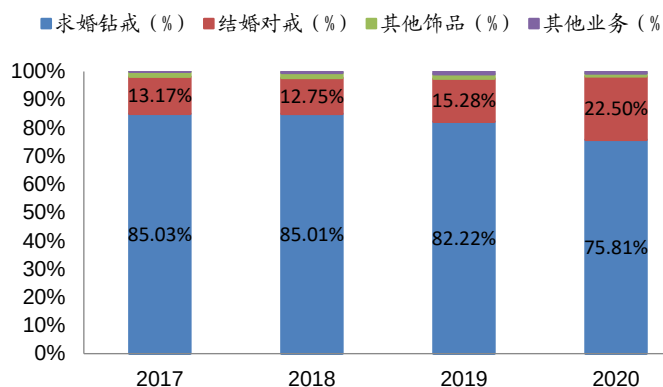
资料来源：wind，华安证券研究所

增长驱动上，我们认为与可比公司普遍渠道驱动增长不同的是，公司增长依靠品牌营销驱动，通过极其克制的品牌及营销理念（“男士一生仅能定制一枚”），强化钻石婚戒象征“永恒唯一”的附加价值，与钻石婚戒低消费频次、较高客单价的产品特征相契合，进而增加品牌区隔，以牺牲复购率换取高客户转化，筛选相同价值观的消费群体，形成品牌心智占领与高用户黏性。

产品结构：求婚钻戒贡献主要营收，求婚钻戒具备低复购率特点。（1）**营收分产品看**，公司营收主要来源于求婚钻戒业务，2020 年营收占比达到 75.8%。同时，近年来结婚对戒业务收入占比逐年稳步提升，从 2017 年的 13.17% 增至 2020 年的 22.50%；（2）**从复购率看**，公司求婚钻戒产品秉持“男士一生仅能购买一次”的理念，复购率主要由结婚对戒与产品升级换款贡献。公司求婚钻戒贡献营收超过 75%，因此整体产品复购率较低。2018-2020 年一年购买一次的销售占比为 92.37%/91.27%/93.32%。

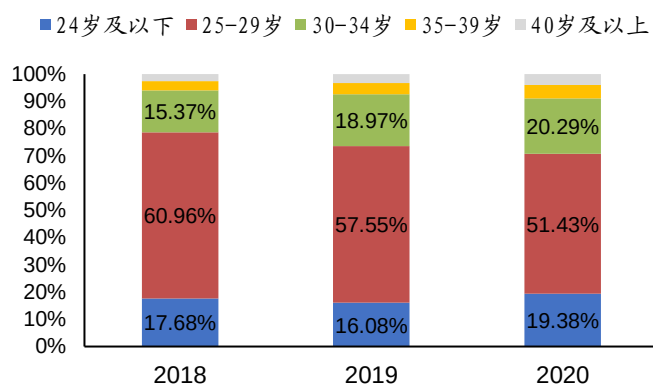
客群&价格带：29 岁以下年轻群体为主要客群，万元以下低钻重产品销量占比扩大。（1）**从年龄段营收贡献看**，公司主要客群为 29 岁以下年轻群体。2020 年公司 24 岁以下、25-29 岁客群贡献营收占比分别达到 17.68%、51.4%。趋势上看，2018 年以来 30 岁以上群体贡献营收占比逐渐增加；（2）**求婚钻戒分价格带销量/均价看**，由于公司宣传渠道重心向短视频迁移，年轻群体贡献宣传渠道结构变化吸引年轻消费群体，使得公司 2020 年下半年以来低钻重求婚钻戒产品销量增速扩大、销售均价下降。1 万元以下求婚钻戒销量占比 2021H1 达到 74.2%，同比提升 15.1pct。2019-2021H1 万元以下求婚钻戒销售均价分别为 0.52、0.45、0.37 万元。

图表 4 迪阿股份分产品营收占比 (%)



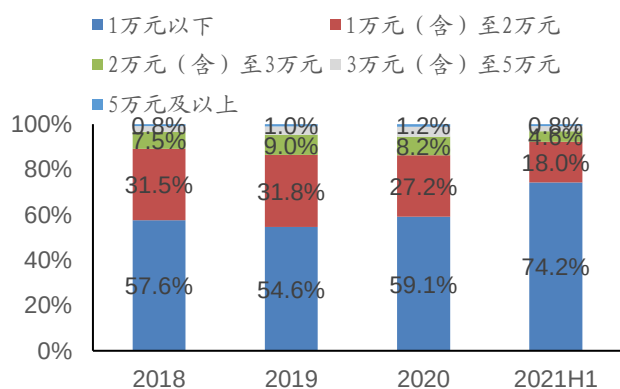
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 5 迪阿股份客户分年龄营收贡献占比 (%)



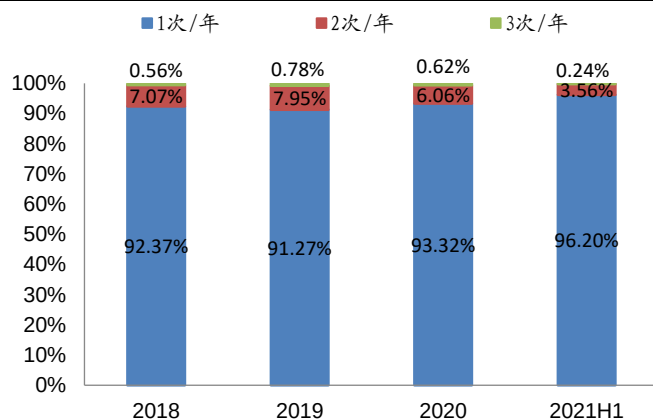
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 6 迪阿股份求婚钻戒产品分价格带销量占比 (%)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 7 迪阿股份客户分购买频次营收贡献占比 (%)



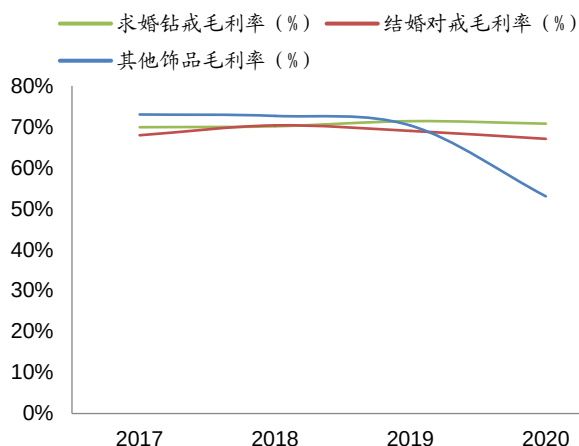
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 财务分析：高盈利+高周转，ROE 水平大幅领先同业

模式、渠道、理念高度契合，毛利率领跑同业。公司的高盈利水平来自于哪里？我们认为公司通过差异化品牌理念打造有效区隔+定制、委外模式提升产品的盈利空间+渠道自营终端管控能力强，及其三者与产品特性的高度契合，实现领跑行业的盈利能力。公司毛利率水平稳定且高于同业，2020 年达 69.37%。

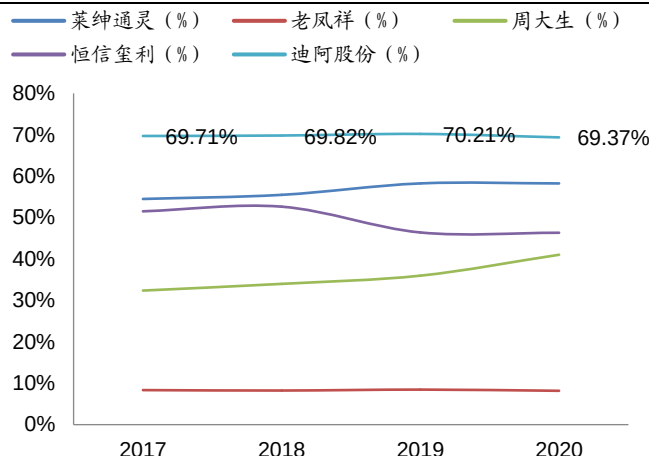
高盈利+高周转+高杠杆带来高 ROE 水平。公司 2017-2020 年 ROE 分别为 69.9%/64.3%/45.6%/63%，大幅高于可比公司。其中 2019 年由于大量铺设门店以及扩大规模，公司加大宣传销售费用率增加拉低销售净利率，短期拖累 2019 年 ROE 水平。除 2019 年外，公司始终保持行业内高水平的销售净利率和较高的总资产周转率、权益乘数，综合影响下，公司 ROE 水平长期始终处于行业前列。

图表 8 迪阿股份钻戒、对戒毛利率相对稳定



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 9 迪阿股份与可比公司毛利率对比 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 迪阿股份与可比公司杜邦分解

	2017	2018	2019	2020
ROE (%)				
莱绅通灵	14.3%	8.9%	6.2%	4.5%
老凤祥	21.3%	20.4%	21.3%	21.2%
周大生	23.7%	22.0%	22.9%	20.1%
恒信玺利	15.5%	11.7%	7.7%	4.4%
迪阿股份	69.9%	64.3%	45.6%	63.0%
销售净利率 (%)				
莱绅通灵	15.8%	12.6%	11.1%	8.5%
老凤祥	3.7%	3.6%	3.7%	4.0%
周大生	15.6%	16.6%	18.2%	19.9%
恒信玺利	17.1%	14.6%	9.4%	6.1%
迪阿股份	22.4%	18.2%	15.9%	22.9%
总资产周转率 (%)				
莱绅通灵	0.74	0.59	0.48	0.46
老凤祥	2.90	3.03	3.04	2.82
周大生	1.13	0.95	0.92	0.81
恒信玺利	0.60	0.53	0.55	0.49
迪阿股份	1.97	2.28	1.86	1.66
权益乘数 (%)				
莱绅通灵	1.24	1.20	1.16	1.15
老凤祥	2.58	2.45	2.47	2.45
周大生	1.35	1.40	1.37	1.25
恒信玺利	1.52	1.52	1.49	1.50
迪阿股份	1.58	1.55	1.54	1.66

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：迪阿股份 2017 年权益乘数用 ROE/(销售净利率*总资产周转率) 计算；ROE 采用平均口径

1.3 模式契合：定制销售+委外加工，实现低库存、高周转、高盈利

市场担忧公司品牌驱动模式下的可持续性，我们尝试通过多维度论证其合理性。公司定制模式下钻石婚戒的非标属性凸显钻石婚戒的稀缺性和唯一性，强化公司

“男士一生仅能定制一枚”的品牌理念。同时，定制模式下公司能够更好的收集消费者需求及反馈，及时对消费者偏好及多元化需求做出响应（市场需求的高敏感度）。

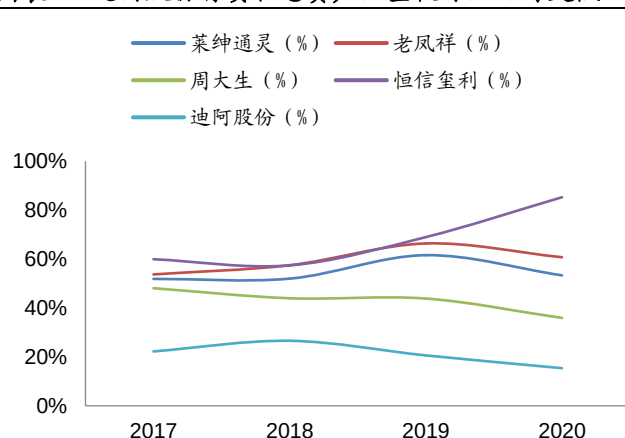
商业模式：定制模式低库存、高周转，轻资产委外加工毛利率高。（1）以定制为主的销售模式：公司钻石婚戒采用定制模式，在客户选择款式及参数之后再行加工，因此能够以需定产，带来较低的存货比重（高经营效率）以及良好的现金流水平（见财务分析部分）。2020 年公司存货仅占总资产的 15.4%，同时 2017-2020 年公司存货周转率分别为 2.7/2.8/2.4/3.0 次，处于行业较高水平；**（2）委外加工聚焦高附加值：**生产制造环节的附加值相对较低，且公司总部所在的珠三角地区珠宝加工产业链发达。公司选择对全部产品制造环节委外加工，严格管控委外加工商，尽可能的在维持较好的产品质量和较短的订货周期下保持较低的固定资产占比，因此获以较同业更高的毛利率水平（见财务分析部分）。2020 年公司固定资产占比仅 0.17%，处于行业内较低水平。综合来看，“以需定产”使得公司保持低存货、良好现金流以及较高的市场敏感度，而轻资产委外加工模式下公司外包低附加值钻石加工环节，专注于品牌建设、渠道拓展、产品研发和供应链整合业务，降低生产成本获得高毛利率水平。

图表 11 定制化与现货模式对比

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	现场取货
钻石选择	可供选择的钻石参数较多	仅在门店铺货中选择
手寸选择	根据消费者手寸量身定制	从门店铺货产品手寸中选择
铺货规模	以样品为主 铺货金额小	需要铺大量现货 铺货金额大
存货周转率	存货以样品为主 存货周转率高	存货以现货为主 存货周转率低
资金周转率	先收取部分订金 资金周转率高	需要零售商垫资铺货 资金周转率低

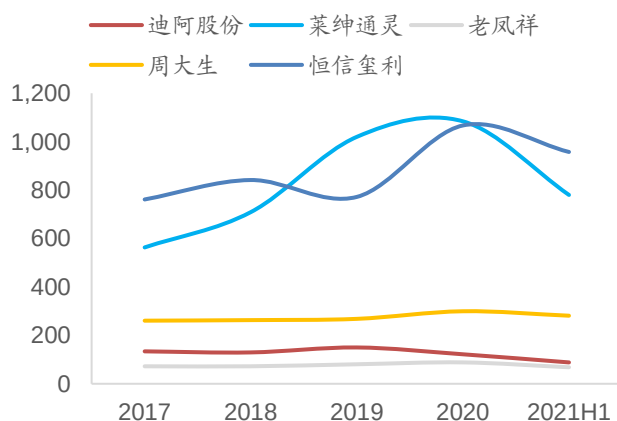
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 12 迪阿股份存货占总资产比重较可比公司更低



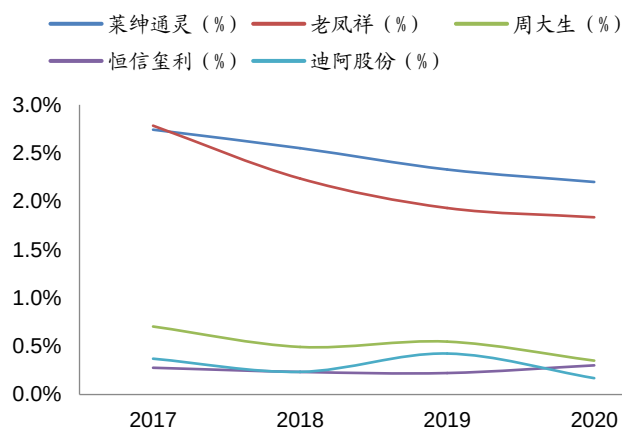
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 13 迪阿股份库存周转天数处于行业低位（天）



资料来源：Wind，华安证券研究所

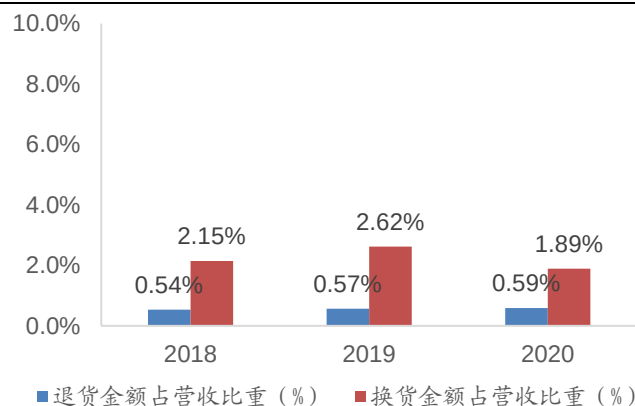
图表 14 迪阿股份固定资产占总资产比重较低（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

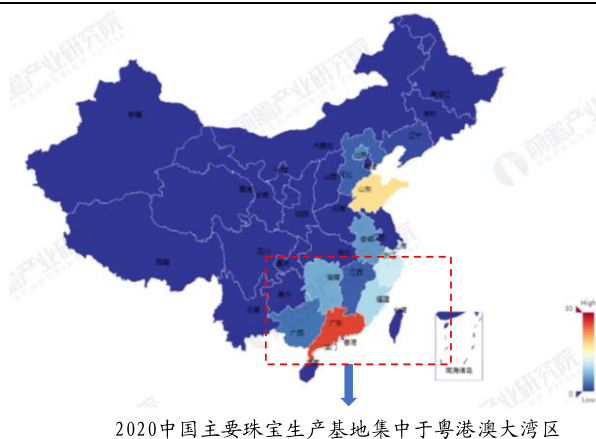
研发设计加工依托粤港澳大湾区珠宝产业链，产品质量较好保持低退换货营收比。在轻资产委外加工模式的基础上，公司重视对于签约设计师的培养，搭建了由签约设计师、外部设计师和供应商构成的多层次产品设计体系。(1) 设计师资源上，公司在中国主要依托于粤港澳大湾区发达的珠宝产业链，而在欧洲依托于法国、意大利的一线设计师资源；(2) 珠宝加工上，公司产品全部委托给专业珠宝首饰生产加工工厂，同时对加工厂钻石来源采用严格指控措施。中国珠宝加工企业大部分位于广东、山东、上海、福建和浙江，其中广东是全国主要的珠宝生产基地，而深圳和番禺则是主要的珠宝加工中心。根据内地珠宝业研究，江苏相城、广东番禺罗湖、浙江诸暨等 20 个重点地区获得“中国宝石首饰专业产业基地”称号。其中，深圳占中国珠宝总产销量的 70%；(3) 产品售后上，迪阿股份为消费者提供了流程完善、反应及时的 15 天无理由退换货服务，还为购买求婚钻戒商品的消费者提供升级换款服务。2018-2020 年公司退换货金额在总营收中占比一直保持低位（退货<0.6%，换货<3%），一定程度能够证明消费者对公司产品。

图表 15 迪阿股份退换货金额占营收比重较小



资料来源：DR 官网、story mark 官网，华安证券研究所

图表 16 公司产品设计依托粤港澳大湾区珠宝产业链



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

1.4 渠道契合：直营布局华东高线城市，开设体验店探索新零售转型

公司通过搭建多层次销售渠道平台（线上自建网站+线下直营+开设体验店）实现 O2O 融合发展，打通线上线下渠道数据汇集，能够形成独特的信息系统优势。直营模式下便于公司对所有门店均统一定价、统一管理运营，便于塑造品牌形象。我们认为公司开设线下体验店实质为探索“B2C”向“C2S2M”的新零售转型，进而实现高效消费者触达（需求洞察）。

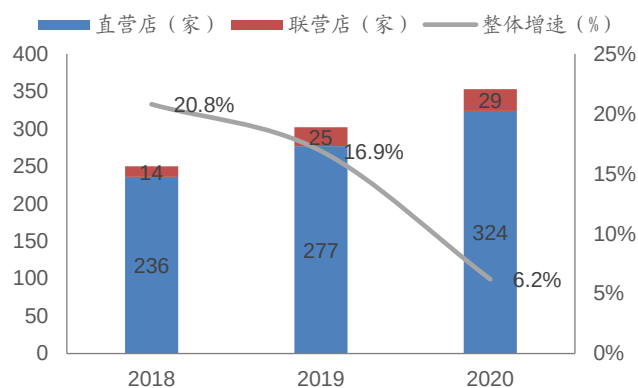
线下门店采用直营模式，线上渠道辅助引流具备信息系统优势。(1) 线下：公司线下门店采用直营模式，相比于行业内广泛开设自营、加盟门店的其他品牌，迪阿股份门店铺设数量较少，但近年来增长迅速。公司线下门店总数由 2018 年的 250 家增加至 2021 年 6 月末的 375 家。2020 年公司线下营收占总收入的 90% 以上。(2) 线上：线上渠道包括公司官网、小程序、天猫和京东旗舰店等，为消费者提供便捷、高效的即时浏览平台。

图表 17 迪阿股份与可比公司门店对比

公司	门店拓展特点	加盟店数量 (家)	加盟店占比 (%)
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。	0	0.0%
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。	3940	94.1%
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	3425	99.2%
菜绅通灵	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。	289	49.2%
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。	561	78.4%

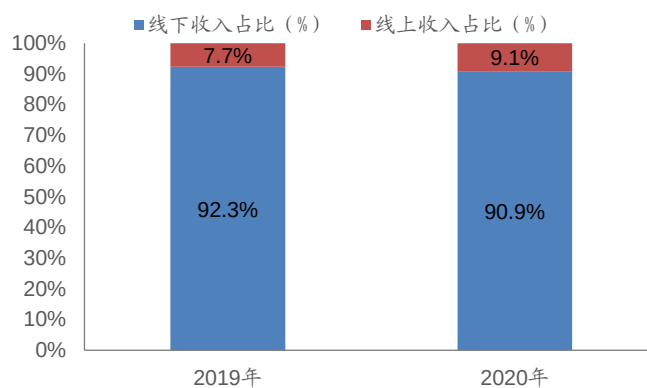
资料来源：公司招股书，各公司年报，华安证券研究所

图表 18 迪阿股份各门店家数



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 19 公司线上线下收入占比变化



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

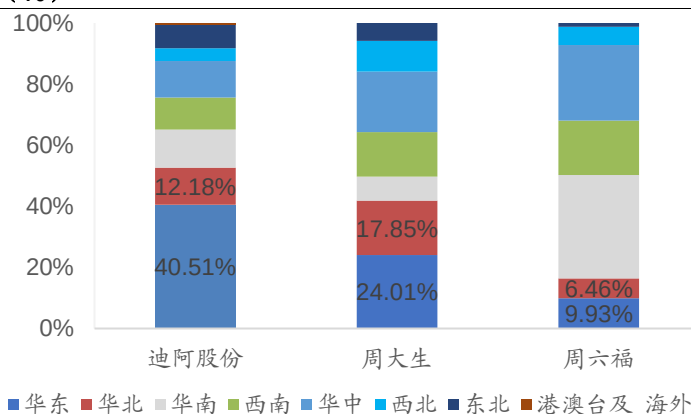
自营店分布集中于华东高线城市。从地区分布看，迪阿股份的自营门店主要集中在一线城市，且以华东地区为主，截至 2020 年末华东地区门店占比达 40.5%，DR 品牌目前线下门店分布在北京、上海、广州、深圳、香港、巴黎等全球 150 多个城市，覆盖中国境内除西藏之外的省级行政区，以及中国香港和法国巴黎。特别注意的是公司在法国卢浮宫内开设 DR 国际旗舰店，在世界顶级景区开设有望进一步深化品牌国际化形象及品牌理念。截至 2021 年 6 月末，门店贡献收入最高的前三大城市和门店数量分别为北京（18 家）、上海（17 家）和广州（12 家）。

图表 20 迪阿股份自营门店主要集中于一线城市



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 21 截至 2020 年末迪阿股份与可比公司门店分布对比 (%)



资料来源：招股说明书，各公司年报，华安证券研究所

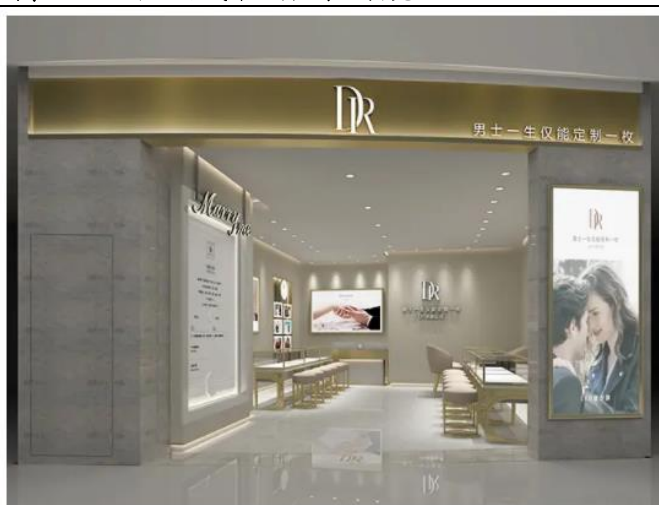
真爱体验店打造浪漫“场景 (S)”，实现新零售模式下“B2C”向“C2S2M”的过渡。DR 在巴黎、香港、北京、上海、深圳、成都等地区均开设直营真爱体验店，遍布 110 多个重点城市如等，目前全球浪漫真爱体验店超 300 家。所有的门店都有固定的购买流程，以确保购买的 DR 钻戒的每一对真爱情侣带去美好的购钻体验。**表面上**，迪阿的线下门店为消费者提供了实体体验的服务，满足了求婚钻戒的线下试戴、体验需求，在迎合拍照打卡需求的同时，创造使用场景，有效地输出品牌理念；同时其店面形象、布景切中新消费群体的情感痛点、持续强化求婚钻戒产品卖点，打造高端品牌形象。**实质上**，我们认为迪阿通过打造场景 (Scene) 解决了传统渠道对消费者需求识别能力不足以及消费者需求传达能力不足两个痛点，实现新零售模式下“B2C”向“C2S2M”的过渡。高度专业的真爱体验场景能够有效筛选相似需求的用户（更短路径地触达目标客群），也能够通过场景帮助消费者更加有效的表达需求，进而通过消费者在真实场景下的消费体验和感受为其提供精准高效的购买和交付服务。

图表 22 迪阿股份真爱旗舰店



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 23 迪阿股份线下门店简洁明亮



资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.5 品牌契合：以 DR 为基石，探索高定倍率的“专属定制”子品牌

主品牌 DR 贡献主要营收，探索高定倍率“专属定制”子品牌。公司品牌主要包括主品牌 DR 及子品牌 Story Mark 和 Most Me。子品牌当前处于培育期，DR 贡献主要营收，2021H1 主品牌 DR 营收占比达 99.9%，

- 品牌共性：产品系列与品类丰富多元，价格带较宽。**公司主要产品均包含求婚钻戒及结婚对戒，以及多个不同系列，不同系列定位不尽相同，但具备共同点为：
 - 具备高价格带产品系列：**例如 DR 的稀世粉钻系列（3-50 万元）以及 Story Mark 的 Aurora 系列（8-11 万元），配备有钻重和成色更加优秀的主钻；
 - 具备低价格带产品系列：**例如 DR 的 BELIEVE 系列（0.15-15 万元），主钻的钻重和成色选择范围更大，以及 Story Mark 的 Only Love 系列（1.4-10 万元）。
- 品牌差异：设计理念与定制灵活度（定价倍率）不同。**品牌理念上，DR 的“一生只送一人”及 Story Mark 的“用你的故事定制珠宝”，都能够为消费者带来产品本身之外的情感附加，与竞品产生差异性，塑造鲜明的品牌形象，为产品带来更多附加价值。**定制灵活度方面，**DR 品牌钻戒样式全部为设计师设计，消费者在购买时可对其中的钻石参数、尺寸等进行选择；**Story Mark 除设计师系列（部分可提供刻印指纹服务）外还包含更加个性化的专属定制系列，消费者可根据自身的故事与设计师一对一沟通进行定制。****从价格带看，**Story Mark 整体价格带下限更高，其中求婚钻戒 Only Love 系列价格下限最低为 1.4 万元，较 DR believe 系列价格下限 0.15 万元更高。

我们认为公司子品牌更加灵活且个性化的“专属定制模式”有望赋予其产品更高的附加价值和更大的溢价空间（定倍率更高，定倍率随功能性→定制→专属定制依次增加），随着消费客群代际更替，个性化消费崛起，未来或具备较大的发展空间。

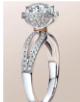
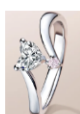
图表 24 迪阿股份各品牌钻戒产品特征梳理

品牌	产品		钻石评级		价格区间	图片
DR	求婚钻戒	稀世粉钻系列	重量	30分-150分	3-50W	
			颜色	D色		
		LOVE LINE系列	重量	50-200分	3.5-44W	
			颜色	H-D色		
		MY HEART系列	重量	13分-200分	0.5-45W	
			颜色	E色、D色		
		BELIEVE系列	重量	5分-150分	0.15-15W	
			颜色	无、H-F色		
	FOREVER系列	重量	13分-101分	0.17-8W		
		颜色	无、J-F色			
	结婚对戒	D-DESTINY系列	无选择		0.652W	
DARRY RING系列		重量	1分-3分	0.7-3.4W		
Together		重量	1分	0.6-1.6W		
	D-DESTINY系列	无选择		1.8W		
Story Mark	求婚钻戒	Aurora系列	重量	100分	8-11W	
			颜色	H-E色		
		Only Love系列	重量	30-100分	1.4-10W	
			颜色	G-F色		
	结婚对戒	罗马假日系列	无主钻		1.1-1.2W	
		爱琴系列	重量	5-10分	0.7-1.4W	
无主钻						

资料来源：DR 官网、story mark 官网，华安证券研究所

营销策略上采用高价格带产品凸显中低价格带产品性价比优势。公司部分系列具备百万元以上超高价格带产品，例如 MY HEART 系列永恒之心产品售价达到 416.5 万元，与公司 2021H1 求婚钻戒/结婚对戒产品销售均价 0.78 万元/0.46 万元形成较强对比。公司通过打造同系列超高价格带产品赋予其高端的产品系列定位，能够进一步强化其品牌力。与其价格带上限形成鲜明对比的是，公司求婚钻戒/结婚对戒产品销售均价普遍较低，2021H1 分别为 0.78/0.46 万元，且近年来由于年轻消费群体低钻重产品销量增加，求婚钻戒整体均价呈下行趋势。公司凭借其高价格带产品，凸显中低价格带产品性价比优势。今年 6 月，在第十八届“世界品牌大会”上，迪阿股份旗下的 DR 钻戒品牌再次荣耀登榜，与腾讯、华为、海尔等知名优秀品牌共列榜单。另外今年 9 月，由世界品牌实验室主办的第十六届亚洲品牌大会(Asia Brand Summit)也公布了 2021 年最新的亚洲品牌 500 强排名和分析报告。在这份基于品牌市场占有率、品牌忠诚度和亚洲领导力的分析报告中，迪阿股份以“传递真爱、见证真爱”的品牌理念再次上榜亚洲品牌 500 强。

图表 25 迪阿股份高价格带产品

百万元以上产品			十万元以上产品		
产品	售价 (万元)	图片	产品	售价 (万元)	图片
WEDDING 系列 MY QUEEN 王冠	200.0		LOVE LINE 系列求婚钻戒	11.00-31.6	
MY HEART 系列浪漫之心	290.4		WITH YOU 系列一生相伴求婚钻戒	14.7	
DR PARIS 系列心·锁永恒王冠	300.0		FOEVER 系列求婚钻戒	14.5	
MY HEART 系列永恒之心	416.5		D-DESTINY 系列男士套链	10.3	

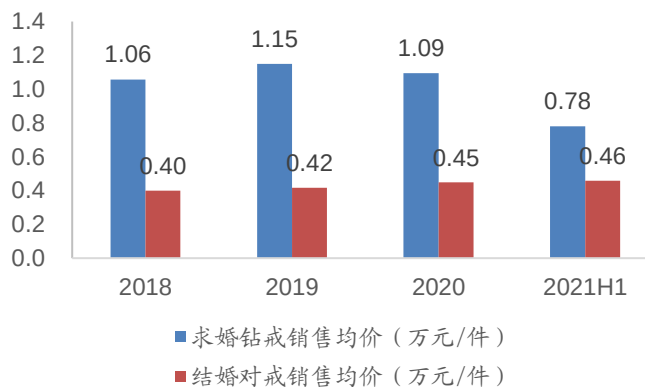
资料来源：DR 官网，华安证券研究所

图表 26 迪阿股份所获荣誉梳理

时间	所获荣誉
2015.12	荣获“年度最浪漫珠宝创意奖”
2016.12	荣获“年度匠心浪漫珠宝奖”
2018.10	DR 钻戒入驻巴黎卢浮宫
2019.12	连续3年斩获“年度杰出珠宝设计”奖
2021.06	第4次上榜中国500最具价值品牌

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 27 公司近年来分产品销售均价变化



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

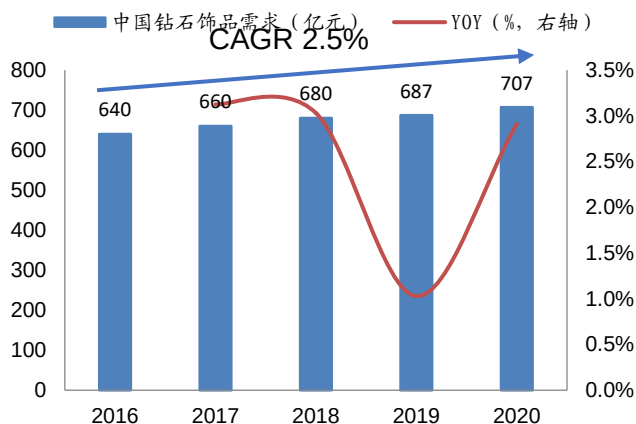
2 从“人、货、场”看新零售背景下钻石珠宝发展趋势与新机遇

钻石饰品作为高客单价、低消费频次的可选消费品，其行业发展趋势与居民消费水平及消费偏好具备较强相关性。而随着中国钻石饰品消费客群的代际更替（消费者收入水平及年龄的双重变化）、新零售冲击下场景渠道的改变，钻石饰品品牌也随之变化以满足新的消费需求，DR 作为近十年快速崛起的钻石婚戒品牌，在“人、货、场”的三重变革下，面临机遇和挑战并存。

2.1 钻石饰品：700 亿元存量市场，婚恋仍为主要需求

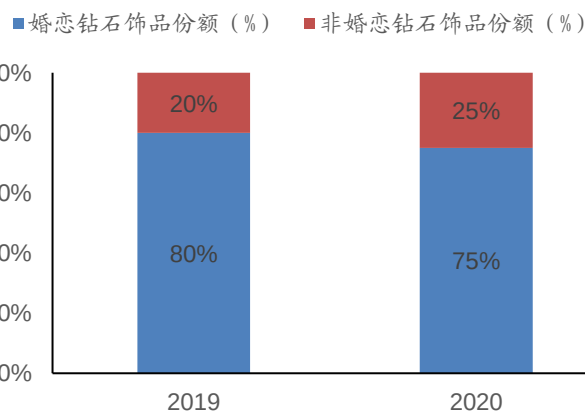
规模：中国钻石饰品需求持续增长，婚恋钻石份额占比较大。我国钻石饰品近年来处于缓慢增长态势，2016-2020 年 GAGR 达约 2.5%，2020 年市场规模约 707 亿元，其中婚恋为主要消费需求，据中国珠宝玉石首饰行业协会数据显示，2020 年婚恋钻石饰品份额占比达到 75%。钻石珠宝作为可选消费品，其消费需求与居民收入水平呈正相关关系。理论上，钻石珠宝消费增加的逻辑链条为“经济增长→居民收入提升→居民消费支出增加→钻石饰品消费支出增加”。**长期来看**，2020 年中国人均 GDP 达到 6.7 万元较发达国家仍有较大差距。在中国经济平稳增长，居民收入水平提升的大背景下，珠宝首饰行业及钻石首饰市场仍将保持增长。根据戴比尔斯和世界卫生组织数据统计，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。

图表28 中国钻石饰品需求及增速



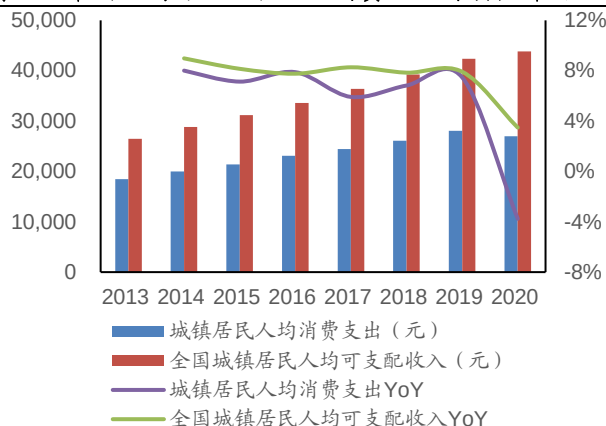
资料来源：前瞻产业研究院，Debeers，华安证券研究所

图表29 2020年婚恋需求占钻石饰品份额约25%



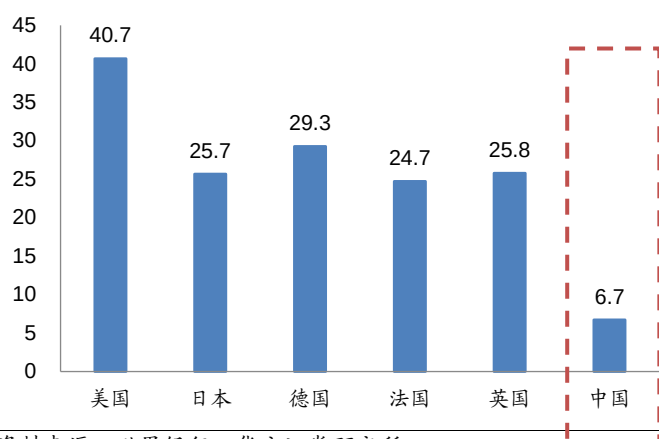
资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，华安证券研究所

图表 30 中国人均可支配收入及消费支出持续提升 (元)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 31 2020 年中国人均 GDP 具备较大提升空间 (万元)

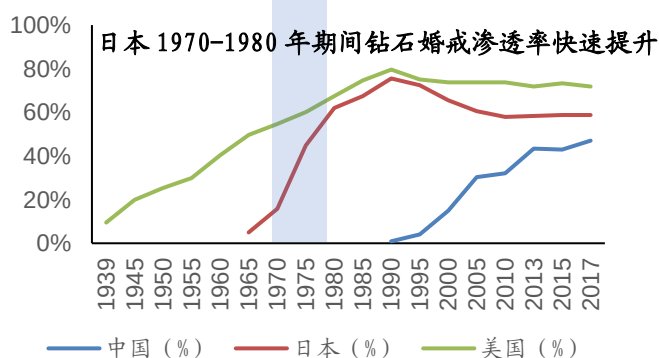


资料来源: 世界银行, 华安证券研究所;

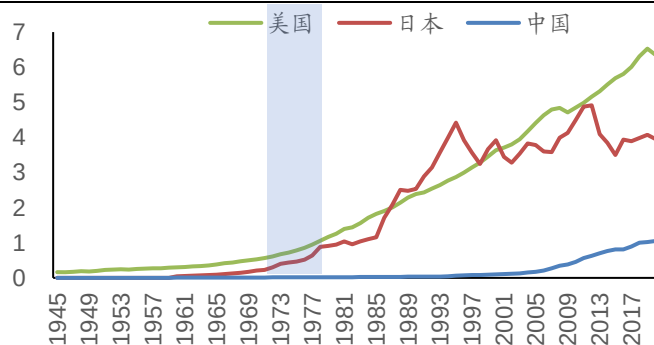
注: 按照美元、日元、欧元、英镑、法郎兑人民币汇率分别为 6.4、0.056、7.4、8.8 换算

空间: 横向比较下, 中国的钻石婚戒渗透率相比美、日存在上升空间。戴比尔斯发布的《2018 钻石行业洞察报告》显示, 中国婚庆饰品的钻饰渗透率不断上升, 从 2005 年的 31% 上升至 2017 年的 47% 并将继续保持上升趋势。同期美国和日本均稳定在 55% 以上, 预期中国的结婚钻饰渗透率仍存在较大增长空间和上升动力。2010 年至 2013 年中国钻石渗透率快速提升, 从 32.11% 增长至 43.32%, 平均每年增长 3.08pcts。2010 年至 2013 年人均 GDP 从 4550 美元增长至 7051 美元。回顾日本与美国的钻石发展历程, 日本钻石渗透率快速提升期出现在 1975 年前后, 期间渗透率由 1970 年的 15.83% 增长至 1975 年的 44.77%, 并且持续高增, 在 1980 年达到 61.96%。期间日本人均 GDP 也持续高增, 1970/1975/1980 分别为 2056/4674/9463 美元。而美国的情况略有不同, 在更早的时期就实现了钻石的高速渗透, 1970 年人均 GDP 突破 5000 美元时渗透率达到了 51.72%。我们认为美国在求婚等文化方面较亚洲国家具备一定差异性, 因此相比美国, 日本较中国更具可比性。参考日本, 国家人均 GDP 突破 5000 美元左右的时期是钻石婚戒快速渗透期, 之后随着人均 GDP 的持续提升, 钻石婚戒的渗透率持续提升, 且在 1990 年 (人均 GDP 2.54 万美元) 达到顶峰, 尽管中国在 2019 年人均 GDP 超过万元美金, 但 95% 的中国居民收入不足 6 万人民币, 达不到万元美金的标准。政府工作报告中也提到 6.1 亿人月收入不足 1000 元, 中国钻石婚戒渗透率仍存在较大提升空间。

图表 32 主要国家新婚夫妇钻戒购买比例



图表 33 中国/美国/日本人均 GDP 变化趋势对比 (万美元)

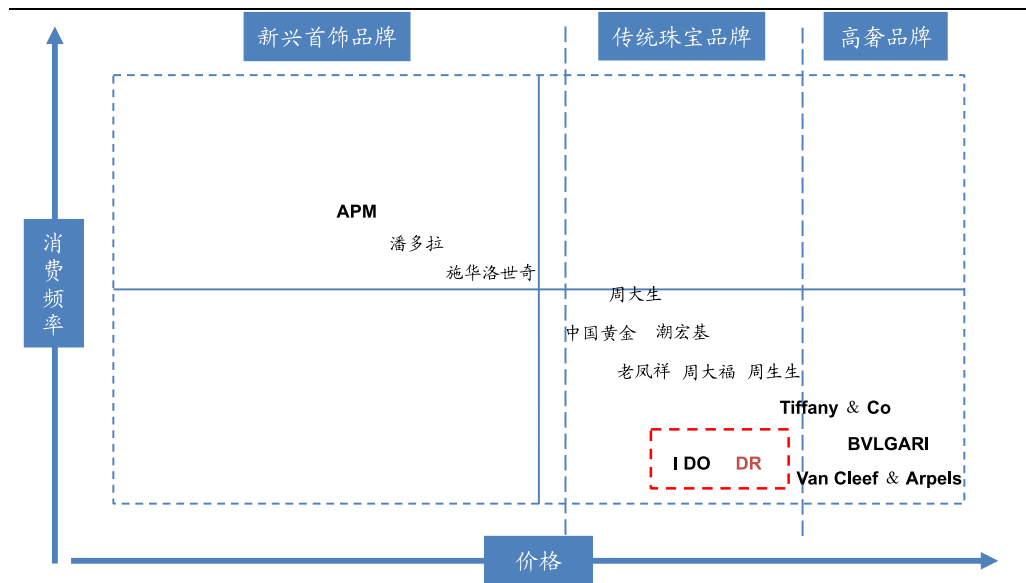


资料来源: Debeers 《2018 钻石行业洞察报告》, 华安证券研究所

资料来源: 世界银行, 华安证券研究所

品牌定位：新兴品牌和高奢品牌分别以高成交量和高客单价为利润获取点，DR 在品牌定位上具备显著区隔。在分布线两端的品牌，近年来均在首饰细分品类业务领域持续发力，新兴首饰品牌如 APM、潘多拉、施华洛世奇以“时尚、潮流”作为主要营销定位在首饰细分品类市场获取大批粉丝与成交量，而 Tiffany&Co、Van Cleef&Arpels 则通过营造轻奢、专业的品牌形象，通过较高的客单价获取利润。分布线中端则主要为传统的珠宝品牌，其经营品类较为传统，客单价与销售量根据产品线不同而有所调整。我们认为公司主品牌 DR 凭借其主营婚戒产品特性，在价格以及消费频次上与其他品牌具备显著区隔。

图表 34 DR 与珠宝行业其余品牌在消费频率与价格上具备显著区隔

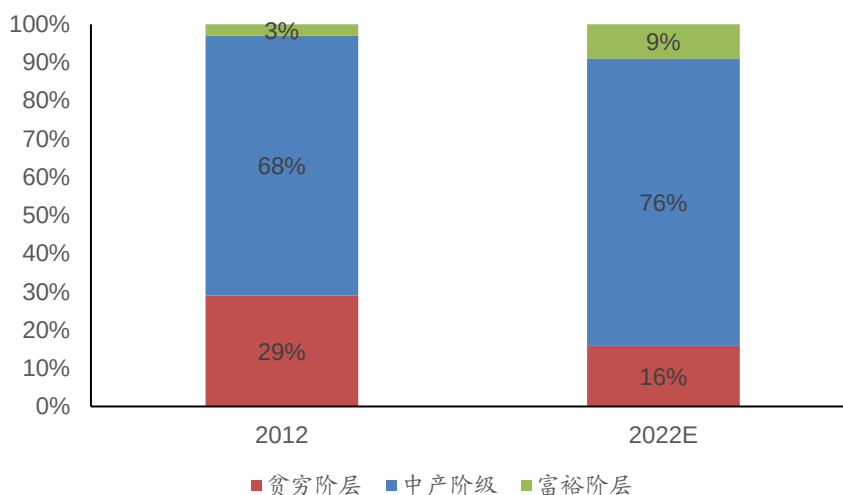


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所整理

2.2 人：“G2 上层中产”引领钻石珠宝消费趋势

考虑到钻石珠宝属于可选消费，与居民收入相关性较强，因此我们通过收入水平对消费群体进行划分（贫穷阶层、中产阶级、富裕阶层）进而分析新群体的消费偏好对钻石珠宝行业产生的潜在影响。我们认为未来在共同富裕背景下中产阶级群体持续发生结构性变化（上层中产占比提升）。以及随着代际更替，中产群体中 G2 上层中产（出生于 85 后）逐渐成为钻石珠宝消费主力，其消费特征将引领钻石珠宝消费趋势发生改变。据麦肯锡数据预测，2022 年中国中产阶级占比将达到 76%，较 2012 年提升 8pct。

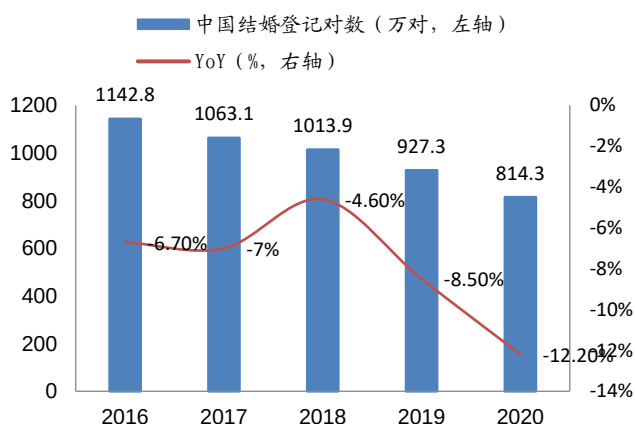
图表 35 我国中产阶级群体占比持续提升 (%)



资料来源: McKinsey&Company 《“会面”2020 中国消费者》, 华安证券研究所; 注: 中产阶级定义为家庭年收入介于 6-22.9 万元之间

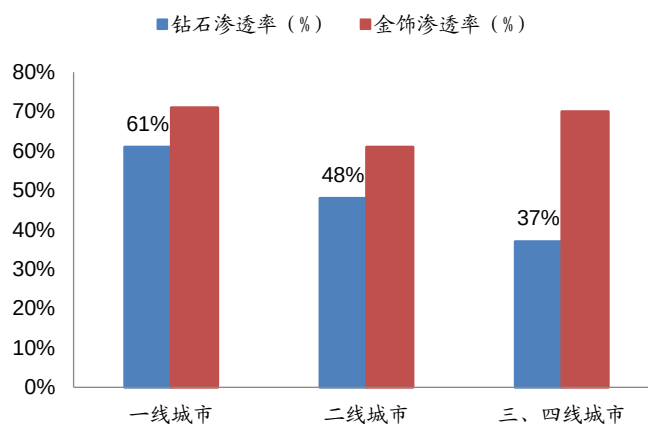
共同富裕背景下三线城市中产阶级加速崛起, 有望助力低线城市钻石渗透率提升。尽管从中国婚姻登记对数看, 中国结婚登记对数下降。但我们认为在共同富裕的大背景下, 内陆城市中产阶级的持续崛起以及品牌在低线渠道的持续扩张有望拉动低线城市钻石渗透率提升, 对冲结婚人数下降的不利影响。(1) 分地区钻石渗透率: 低线城市钻石渗透率提升空间较大。目前三、四线城市 37% 的钻石渗透率相比一线城市的 61% 差距较大, 其主要原因为目前钻石市场高线城市设立专柜较多 (供给端), 且高线城市居民消费水平较高 (需求端)。未来随着头部品牌在低线市场渠道持续扩张, 低线城市钻石渗透率具备提升空间; (2) 分地区人群划分: 内陆小城市中产阶级 (家庭年收入介于 6-22.9 万元之间) 正在崛起迅速, 据麦肯锡报告显示, 在规模没有萎缩的前提下, 中产阶级中一线城市占比从 2002 年的 40% 下降至 2022 年的 16%, 其主要得益于三线城市中产阶级的迅速崛起, 三线城市在中产阶级中占比从 2002 年的 15% 增长至 2022 年的 31%, 而内陆城市占比也从 2002 年的 13% 增长至 2022 年的 39%。三线城市中产阶级的崛起有望驱动我国整体钻石渗透率的提升。

图表 36 近年来中国婚姻登记对数持续下降



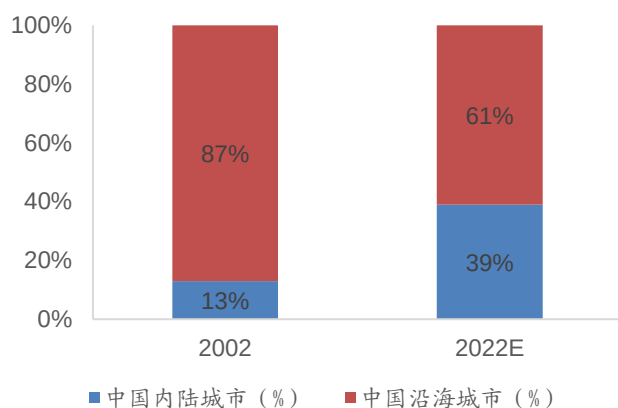
资料来源: 历年《民政事业发展统计公报》, 华安证券研究所

图表 37 低线城市钻石渗透率较低 (%)



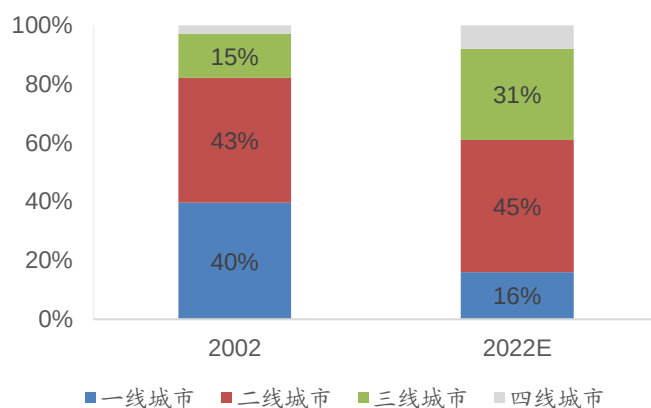
资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

图表 38 中国内陆城市中产阶级占比提升



资料来源: McKinsey&Company 《“会面”2020 中国消费者》, 华安证券研究所; 注: 中产阶级定义为家庭年收入介于 6-22.9 万元之间

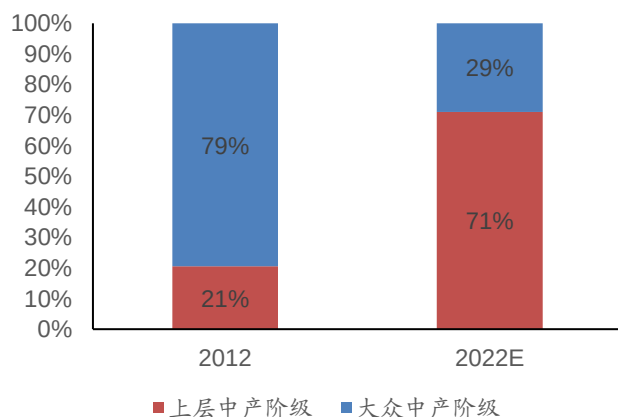
图表 39 三线城市中产阶级占比提升



资料来源: McKinsey&Company 《“会面”2020 中国消费者》, 华安证券研究所; 注: (1) 一线城市样本来自北京、上海、广州、深圳; 二线城市样本来自武汉、重庆、佛山、成都; 三线城市样本来自乐山、紫阳、永州、榆林; 四线城市样本来自昭通、眉山、柳安、临汾、公主岭; (2) 中产阶级定义为家庭年收入介于 6-22.9 万元之间

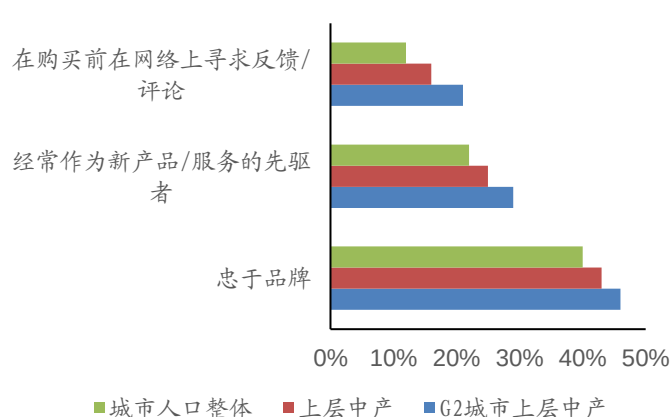
G2 上层中产逐渐成为消费主力, 其消费呈现忠于品牌与体验新产品并存、购买决策依赖评价的特征。细分来看, 随中国经济持续发展壮大, 居民收入水平提升, 中产阶级群体 (家庭年收入介于 6-22.9 万元之间) 中上层中产群体 (家庭年收入介于 10.6-22.9 万元) 占比持续扩大。据麦肯锡数据显示, 预计 2022 年上层中产占中产阶级比重将由 2012 年的 21% 预计将扩大至 2022 年的 71%。消费特征上, 上层中产更精明成熟, 愿意为产品品质支付溢价, 且非生活必需品的消费占比逐渐增大。远观未来, 随着代际更替, 上层中产 G2 的群体 (出生于 1980 年代中期之后) 将逐渐成为钻石消费主力。G2 上层中产成长于中国经济飞速发展的时代, 且大多数是独生子女。与其父辈保守节俭的消费心态不同, 其消费行为更加独立。据麦肯锡的研究显示, G2 上层中产愿意尝新, 追求品位和身份地位, 忠于信赖的品牌但也愿意尝试小众品牌。同时, 购买决策上, G2 上层中产的消费更依赖互联网。调查数据显示, 在购买新产品前, 42% 的 G2 上层中产群体会上网查看他人的使用体验、评论或反馈, 其父辈中仅有 26% 会这么做。

图表 40 中国上层中产在中产阶级中占比提升 (中国城市家庭占比口径)



资料来源: McKinsey&Company 《“会面”2020 中国消费者》, 华安证券研究所; 注: 上层中产阶级 (新主流阶层) 定义为家庭年收入介于 10.6 万元-22.9 万元; 大众中产阶级定义为家庭

图表 41 G2 上层中产阶级更重视品牌、新产品体验以及购买前评价 (%)



资料来源: McKinsey&Company 《“会面”2020 中国消费者》, 华安证券研究所; 注: G2 代表出生于 80 年代中期之后且成长于物质相对富裕的时代; 上层中产定义为家庭年收入介于 10.6 万—

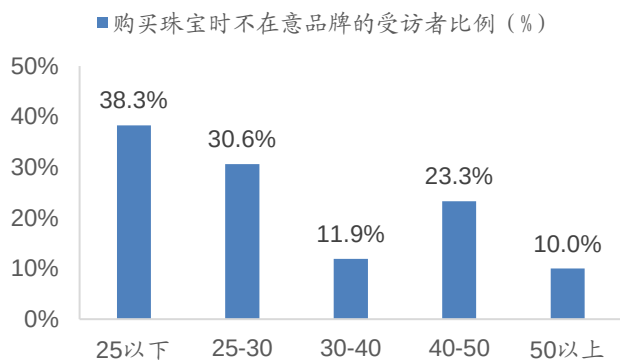
22.9 万元

2.3 货：珠宝消费品牌化趋势凸显，婚戒定制化偏好增加

随着年轻中产逐渐成为钻石珠宝消费主力，将引领珠宝行业产品个性化、定制化需求提升，同时其对新鲜购物体验 and 差异化服务需求也增加新兴珠宝品牌的需求量。而另一方面，G2 中产购买决策依赖于网络也为营销渠道的创新增添动力。在此背景下，差异化、定制类、凭借品牌营销驱动的新兴钻石品牌有望迎来发展机遇。

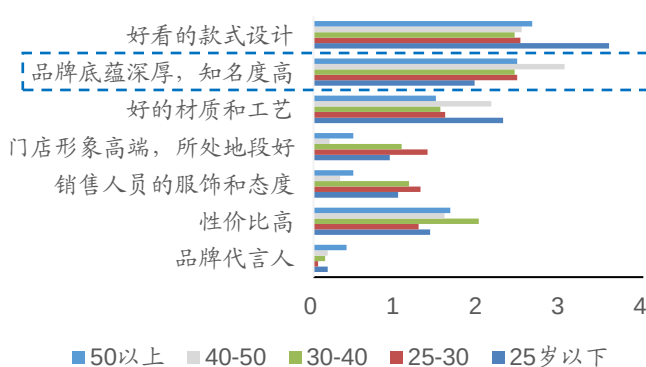
珠宝消费趋势逐渐品牌化。消费者购买钻石珠宝的需求可简单划分为两个方面：作为配饰的时尚需求以及作为爱情、浪漫等的精神象征，我们认为作为婚戒产品，浪漫爱情的象征意义更为重要。在象征意义上，品牌珠宝通常会打造属于自身的品牌文化，以名人故事、爱情故事等方式为产品塑造幸福、浪漫等象征意义，使其产品更具竞争力。例如 Tiffany 最早历史可追溯于 1837 年，不同于欧洲珠宝的华贵，Tiffany 象征着美国精神，承载了梦想、与浪漫，具有大自然般原始的美。其极简风格的设计，时刻提醒佩戴者保持和传承神圣的信念。**珠宝品牌化趋势**，由于钻石婚戒购买频次低+客单价较高的产品特性，以及象征浪漫爱情的附加意义，品牌背书能够强化人们对产品品质的信任，并帮助消费者降低购前检索成本。因此由品牌文化或品牌故事加持下的珠宝品牌被不同年龄段珠宝消费者所认同。据产业信息网数据显示，从年龄角度看，大龄消费者更在意品牌，但总体看，所有年龄段的消费者不在意品牌的比例都低于一半。此外，“品牌底蕴深厚，知名度高”高居影响珠宝消费因素的第二名。

图表 42 大龄消费者在购买时更意品牌



资料来源：产业信息网，华安证券研究所

图表 43 品牌在影响珠宝消费的因素中位居第二



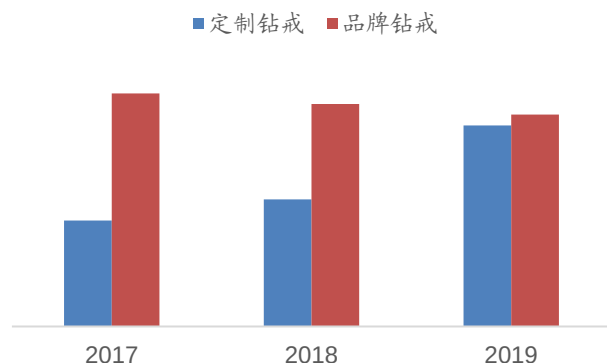
资料来源：产业信息网，华安证券研究所

钻石婚戒的新品牌与定制化偏好提升。延续前文结论，从年龄维度上，随着 80 后从婚戒的主要消费群体中逐步退场，90 后全面进入适婚年龄，成为结婚消费占比最大的代际人群。在人均可支配收入增长的大背景下，90 后群体在平均消费水平和人均消费增速方面均超过 70，80 后。90 后，尤其是新千禧一代具有极大的婚姻消费增长潜力。消费偏好上，总体来看，不同代际人群具有不同的特点，70 后结婚以实用电器为主，流行必备三大件：彩电、洗衣机、冰箱；80 后看重实用性和体面性，结婚消费需求最偏好性价比产品；90 后更追求个性化与独特性，在选择婚戒作为爱情的象征与信物时，相比于明星同款、大众现货，更加偏好于小众定制款。新消费群体的个性化、多元化消费偏好使得钻石婚戒的定制化需求得到提升。据婚

礼纪大数据显示, 2017-2019 年定制婚戒的关注度持续提升, 且“小众钻戒”、“定制戒托”分别位列为 2019 年婚戒搜索关键词前三。

图表44 婚戒消费偏好趋势变化 (纵坐标为大致趋势)

图表45 2019年婚戒搜索关键词TOP3



资料来源: 婚礼纪大数据, 华安证券研究所

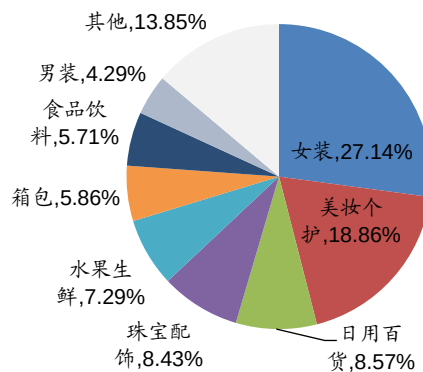
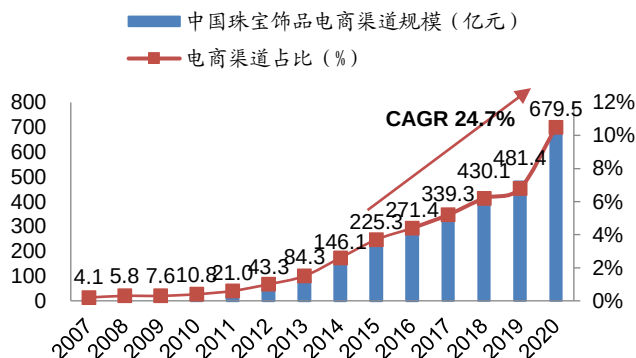
资料来源: 婚礼纪大数据, 华安证券研究所

2.4 场: 短期 MAU 提升支撑短视频营销费效比, 行业步入精细化内容运营阶段

直播带货驱动珠宝电商渠道规模持续扩大, 钻石饰品线上起到品牌营销及引流的作用。由于直播带货场景能够对珠宝更充分展示 (较传统电商) 以及主播背书利于消除信息不对称, 珠宝电商渠道规模及占比持续增长。据 Euromonitor 数据显示, 中国珠宝首饰电商渠道交易规模呈上升趋势, 近五年 CAGR 达到 24.7%, 2020 年受疫情催化消费者购物习惯发生改变, 规模同比增长 41.2% 到达 679.5 亿元, 占中国珠宝市场规模比重达到 10.5%。(1) 从驱动因素来看, 近年来珠宝电商渠道交易规模主要受直播电商等新渠道推动增长。据卡思数据显示, 2020 年统计样本区间抖音 TOP100 主播带货品类中珠宝配饰销售额占比达到 8.4%, 在所有品类中排名第四。采用艾瑞咨询统计的 2020 年直播电商市场规模 9610 亿元且假设珠宝配饰占比 6% 估算得到直播电商贡献珠宝销售额约 550 亿元, 占珠宝电商渠道规模比重超过 80%; (2) 从产品特性上看, 对于钻石饰品, 我们认为由于其客单价较高, 消费者消费频次较低等产品特性, 对于线下渠道试戴需求较高, 因此对线下服务与体验更加看重, 线上直播等场景主要起到商品展示、品牌营销及向门店引流的作用。

图表 46 中国珠宝首饰电商渠道规模及占比

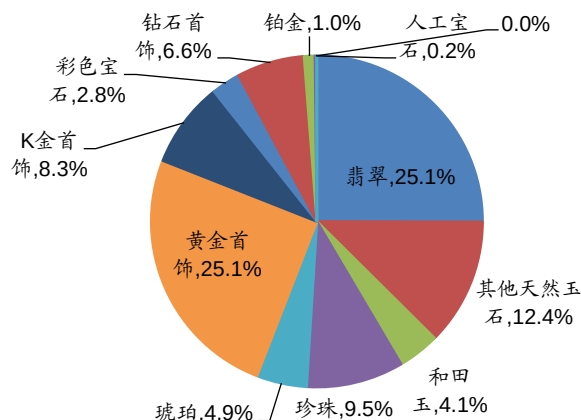
图表 47 抖音 TOP100 主播带货品类分布情况 (销售口径)



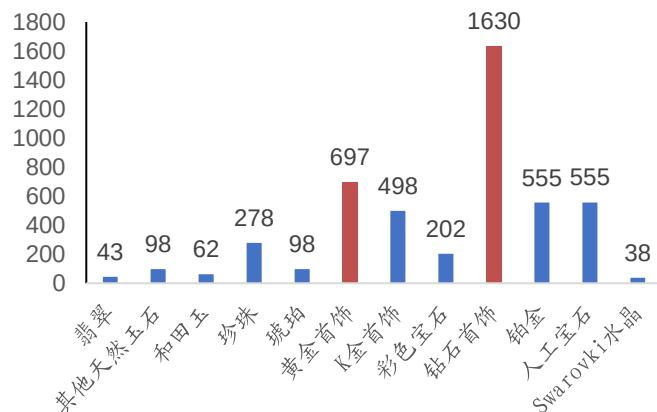
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

资料来源: 卡思数据, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所; 注: 数据统计时间区间为 2020 年 7 月 1 日至 2020 年 7 月 7 日, 在此期间没有电商促销节等力度较大的促销活动, 数据较具参考性

图表 48 天猫旗舰店各珠宝饰品销售额占比 (%)



图表 49 天猫旗舰店珠宝饰品客单价分布 (元)

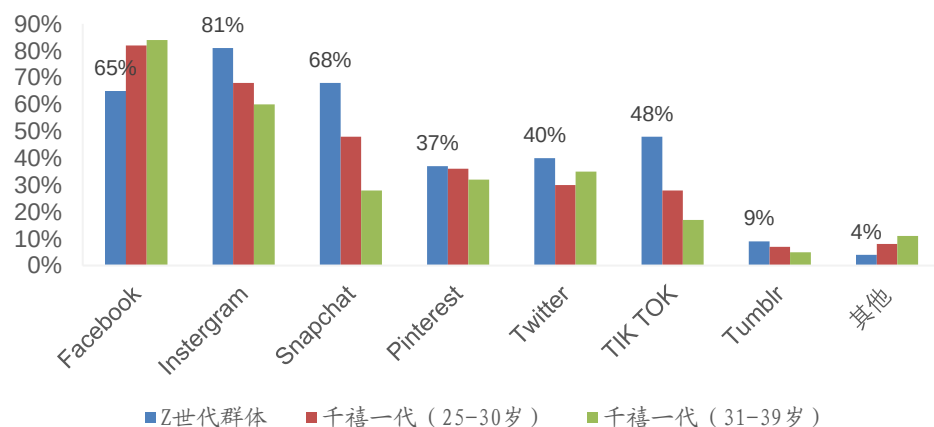


资料来源：淘数据，华安证券研究所；注：时间为 2020 年 9 月-2021 年 9 月

资料来源：淘数据，华安证券研究所；注：时间为 2020 年 9 月-2021 年 9 月

社交媒体对消费者钻石购买决策具备影响，Z 世代短视频活跃人数占比较大。从购买决策上，大部分消费者购买礼物会参考外部建议。根据天然钻石协会（NDC）《2021 年消费者洞察报告》数据显示只有 40%的计划购买礼物的人在挑选时打算完全由自己做决定。渠道选择上，人们也越来越偏好于使用社交媒体获取挑选礼物的灵感，36%的总体消费者和 40%的男性消费者计划通过社交媒体来寻求想法和建议，另外 24%的消费者会从相关文章中获取购买建议。此外，96%的受访者活跃在至少一种形式的社交媒体上。群体差异上，据 NDC 数据显示，Z 世代群体在短视频平台上的活跃人群占比显著高于老千禧一代（31-39 岁）以及年轻千禧一代（25-30 岁），以短视频社交平台 TIK TOK 为例，其中 Z 世代活跃人群占比达到 48%，显著高于其他年龄群体。

图表 50 Z 世代群体中短视频软件的活跃人群占比显著高于其他千禧一代 (%)



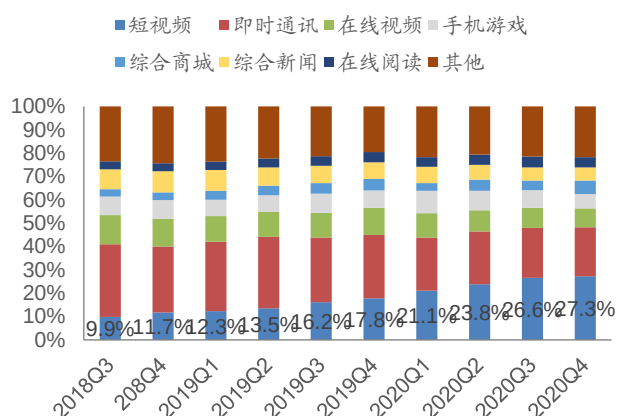
资料来源：天然钻石协会（NDC）《2021 年消费者洞察报告》，华安证券研究所；注：活跃人群定义为一周查看两次 APP 人群

短期 MAU 提升支撑短期营销费效比，长期行业步入精细化内容运营阶段。据极光《移动互联网行业数据研究报告》统计数据显示，2018 年末至 2020 年末，短视频类 APP 的 MAU 和渗透率均迎来快速增长，MAU 从 4.1 亿增长至 7.9 亿，上升比例明显；渗透率由 57.2%提升至 74.5%，迅速上升到较高水平，2019 年增长趋势尤其明显。趋势上看，线上流量逐渐由移动互联网向短视频迁移。受疫情影响，

2020 年消费者上网时间增加。短视频类 APP 使用时长占比持续提升并在 2020 年 Q2 开始超越即时通讯类 APP，2020 年 Q4 已达到 27.3%，较即时通讯类 APP 高出 6.3%，成为了移动互联网第一流量入口。短期看，短视频流量占比的持续增加表明用户群体注意力由移动互联网向短视频的逐渐迁移，我们认为未来随着 MAU 的进一步增长，钻石婚戒品牌短视频营销短期或仍具备费效比。

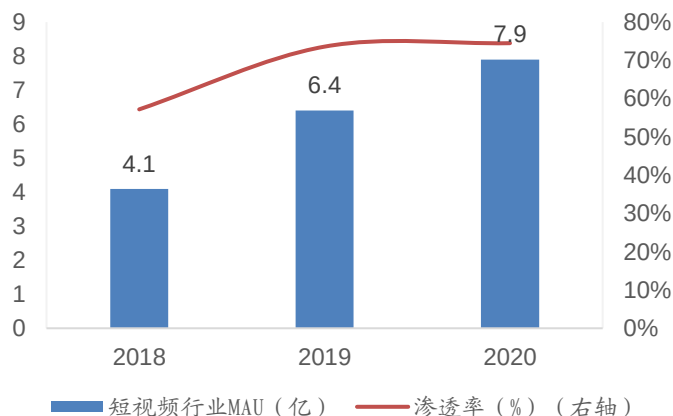
放眼未来，随着 2020 年以来珠宝龙头纷纷加大投入电商直播渠道，与头部主播、KOL、KOC 建立深入合作。我们认为当前直播电商渗透率或已接近饱和，未来随着 MAU 增长边际放缓，短视频行业将逐渐由资源投放的粗放式增长过渡到比拼精细化内容运营阶段。消费者触达效率更高（需求连接更加精准）、能够实现 O2O 融合、全渠道营销（线上营销向线下引流或线下体验向线上引流）的珠宝品牌有望持续受益。

图表 51 移动互联网流量向短视频迁移 (%)



资料来源：极光，华安证券研究所

图表 52 短视频渗透率及 MAU 持续提升



资料来源：极光，华安证券研究所

3 解密 DR 逆势增长：DTC 模式下差异化理念+精细化运营赋能品牌价值

在珠宝行业“人、货、场”三重变革的背景下，作为以品牌驱动增长的新品牌，DR 通过差异化“唯一”的品牌理念以及极其克制的营销理念，使得品牌快速进入消费者的视野。同时公司在前瞻洞察行业趋势后，转变营销资源结构，加码短视频投入，搭乘短视频流量红利获得高费效比，进而实现低成本的消费者触达。同时针对性的内容运营布局以及使得获取的流量沉淀为用户，长期品牌力。

3.1 差异化破局：显著区隔的品牌理念+差异化的 DTC 模式

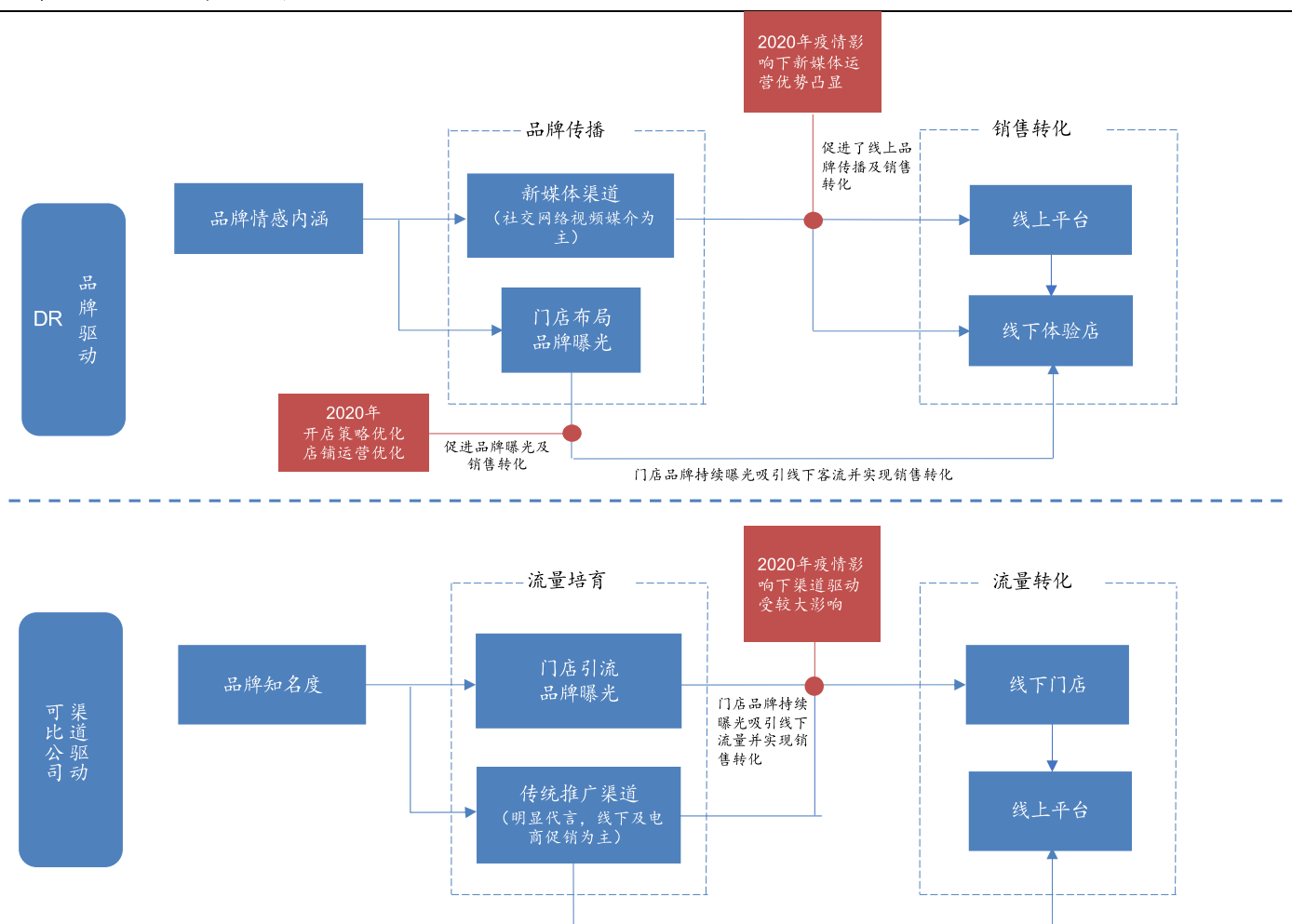
理念差异化：打造“一生唯一”“专属定制”的差异化品牌区隔。（1）主品牌 DR：自创立之初便坚持男士凭身份证一生仅能定制一枚 DR 求婚钻戒的理念，公司通过设定的购买规则将一生、唯一、真爱的抽象概念具象化，赋予 DR 求婚钻戒“唯一”的特质，使其同时满足消费者的审美需求和情感需求。（2）子品牌 Story Mark：根据设计师的故事或消费者的故事设计钻戒，塑造“每一件珠宝都是独属于你的情感印记”的理念，将钻戒与过去、记忆联系起来。

模式差异化：DR 由品牌驱动，可比公司多以渠道驱动。随着国际及港资品牌的进入，市场竞争加剧，国内珠宝品牌已从初期的代工生产逐步向品牌塑造和渠道

建设转变。以品牌塑造为驱动的公司流量导入方向为线上到线下，线上对公司品牌进行宣传，扩大知名度，吸引消费者前往线下门店，将流量导入线下。而以渠道驱动的公司流量主要依靠线下铺设门店，吸引消费者线上了解公司动向。

- **迪阿股份：**公司赋予旗下品牌产品丰富的情感内涵，将其通过线上（新媒体渠道）和线下（门店宣传）的方式传播，公司在 2020 年通过社交网络和视频快速和广泛地进行品牌形象的宣传，扩大品牌在大范围人群中的知名度，对客户以及潜在客户的增长做出贡献，同时铺设线下门店。公司利用其深耕线上的信息系统优势对有钻戒消费需求的客户进行准确定位及定向宣传引流。
- **可比公司：**在线上通过明星代言、传统媒体广告投放和线下营销活动等传统推广渠道方式进行品牌和产品推广，主要通过加盟方式拓展渠道，借助线下门店曝光、门店获客自然引流及促销活动等吸引客流并促成销售，因此 2020 年线下渠道受到疫情影响比较明显。

图表 53 DR 由品牌驱动增长



资料来源：招股说明书，公司公告，公司官网，华安证券研究所整理

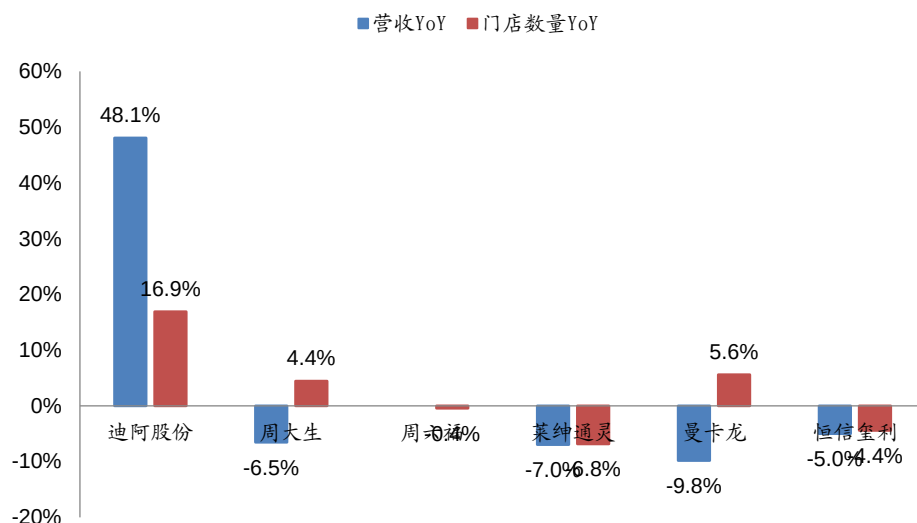
图表 54 迪阿股份与可比公司情感内涵对比

可比公司	情感内涵
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。
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。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

品牌驱动具备经营韧性，疫情期间逆势增长。疫情背景下，公司在品牌驱动模式由线上到线下的互联网传播运营优势进一步凸显，而以渠道驱动和线下自然获客为主要的可比公司经营承压。其本质原因为渠道驱动的可比公司业绩主要受门店变动影响较大，而公司由品牌驱动下业绩则受品牌传播和门店建设共同影响，因此具备较强韧性。（1）**可比公司：**2020 年受新冠疫情影响，行业渠道开拓承压，全年门店数量大体呈下降趋势，且线下流量同比锐减，对线下门店引流为主的可比公司经营造成不利影响。（2）**迪阿股份：**公司的门店数量由 2019 年末的 302 家扩张至 2020 年末 353 家，同比增长 16.9%，同时高费效比推广、门店拓展、运营优化等因素影响下，营收同比增长 48.1%。

图表 55 同业 2020 年营收、门店数量普遍承压，迪阿逆势增长



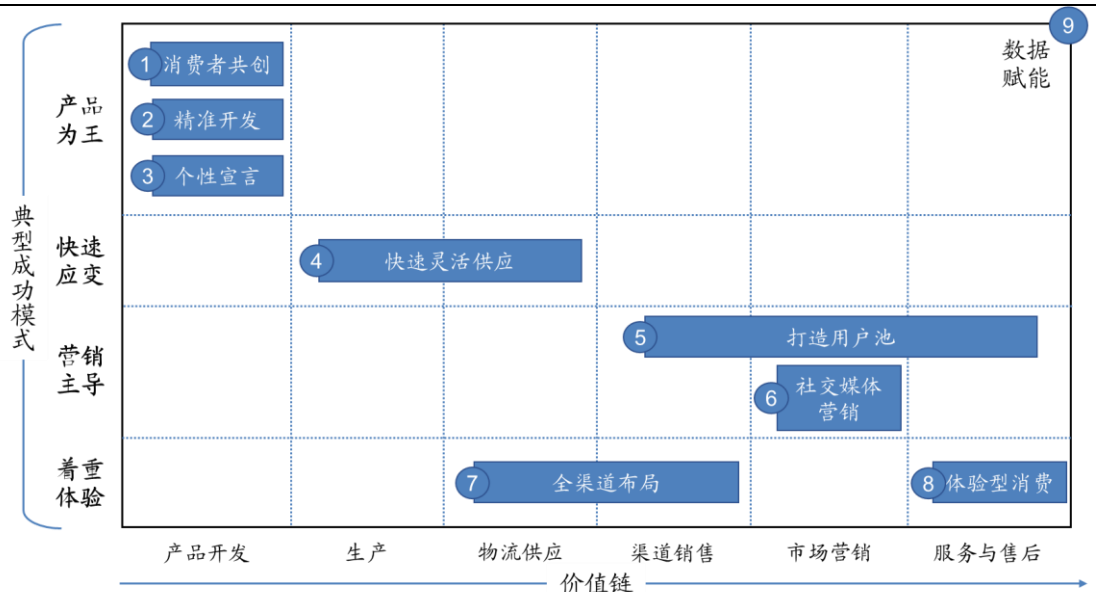
资料来源：招股书问询函，华安证券研究所整理

品牌驱动的本质为 DTC 模式创新，而迪阿多维度重现 DTC 模式成功路径。我们认为迪阿是 DTC 模式在珠宝领域的成功典范，迪阿在多维度重现 DTC 模式成功路径。（1）**产品为王：**高度定制化模式下 DR 实现产品的精准开发和个性化。通过

客户反馈改进产品，使其更符合消费者需求，促进客户消费欲望，形成良性循环。

(2) **快速应变**：DR 以定制化销售为主，以需定产。客户确定款式及各项参数后，公司通过 SAP 系统的自动供应商派单安排委外加工，同时借助珠三角地区发达的珠宝加工产业链，缩短定制周期；(3) **营销主导**：迪阿通过高费效比的短视频内容营销精准触达年轻客群，通过品牌理念精准筛选甄别价值观相同的客户，自带的高用户转化吸引流量沉淀到用户池；(4) **注重体验**：DR 通过线上营销向引流，实现 O2O 融合、全渠道布局；另打造 300 多家真爱体验店，提供客户提供表白、求婚线下场景，注重体验型消费。

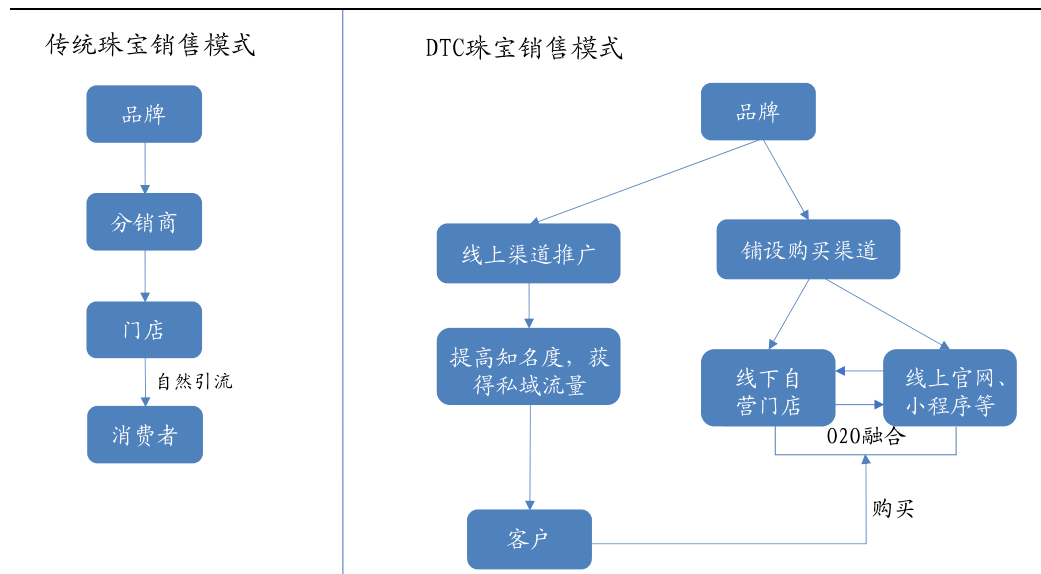
图表 56 迪阿多维度契合 DTC 典型的成功模式



资料来源：罗兰贝格《DTC 模式如何引领消费品企业实现创新》，华安证券研究所整理

DTC 模式下，DR 有望通过缩减中间渠道实现持续的低成本消费者触达。从渠道看，迪阿线下门店以直营店为主，线上通过开设官网、旗舰店、官方小程序等直接触达消费者。DR 通过 DTC 模式，能够通过更加准确的消费者定位及需求识别从而实现更低成本的消费者触达（传统渠道驱动消费者筛选甄别效率较低）。具体优势体现为：(1) **对客户需求更快响应**。无论是线下直营还是线上自建网站，都能够减少中间环节，与客户直接沟通触达，根据客户反馈进一步优化产品及服务，形成良性循环，在行业趋势的变化下具备灵活性；(2) **帮助市场下沉**。传统珠宝销售模式以大面积铺设线下门店为主，边际成本过高（包括门店装修、租赁、人工费用及珠宝样品铺设），同时由于缺乏针对性，因此容易产生较低的消费者触达效率。在 DTC 模式下，公司可根据线上累计的消费者数据进行较为精准的下沉市场选择，从而实现更低成本的消费者触达；(3) **消费体验提升**。DTC 模式下线下门店普遍采用直营，因此公司对于门店的掌控能力较强，在部分核心城市打造了真爱体验店，通过氛围、陈设、求婚表白专用区域等细节，线下门店相比传统模式可以做到“少而精”。

图表 57 传统及 DTC 珠宝销售模式



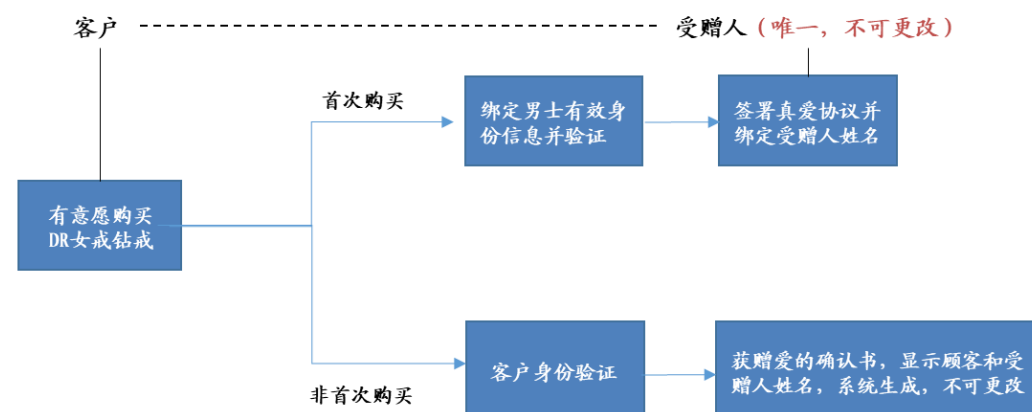
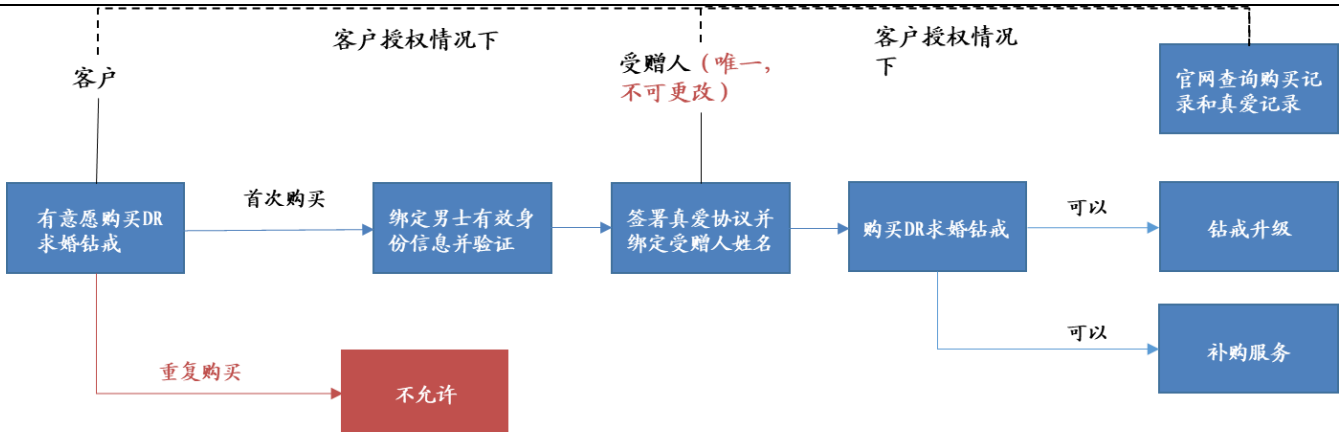
资料来源：罗兰贝格《DTC 模式如何引领消费品企业实现创新》，华安证券研究所整理

3.2 营销出圈：率先加码短视频营销布局，实现更低成本用户触达

资源投入上，2020 年以来通过调整推广结构，加码高费效比短视频营销，承接短视频流量红利，成功实现低成本消费者触达。

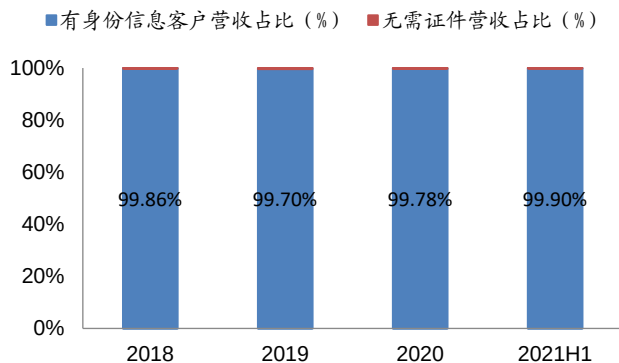
“DR=男士一生仅能定制一枚”，克制的营销理念强化钻石珠宝稀缺性。公司设计了较为完整的体系来保证 DR 求婚钻戒的“唯一”特性，包括只能由男士绑定有效身份信息购买，女士无法为自己购买，购买后签署真爱协议并绑定唯一的受赠人姓名。在购买求婚钻戒后，在客户授权情况下，客户及受赠人能够在公司官网查询购买记录及真爱记录，不能进行重复购买，只能在丢失情况下进行补购或对钻戒进行升级。客户购买女戒时，若为首次购买，则与求婚钻戒的购买类似，需要绑定有效身份信息和受赠者姓名，若非首次购买，则需要通过系统核对身份信息，购买后获赠真爱协议并自动生成受赠者姓名。自 2018 年以来，公司营收基本来自于身份信息完善的客户，2018-2020 年身份信息完善的客户营收占总营收的 99.86%/99.70%/99.78%。在完整的购买体系下，公司凭借优秀营销方式，用深入人心的广告宣传语将品牌与其理念深度契合，同时极其克制的营销理念准确切入年轻群体的情感需求，进一步加深与竞品的区隔度。

图表 58 DR 品牌“唯一性”体系保证



资料来源：招股说明书，华安证券研究所整理

图表 59 公司营收全部来自完善身份信息的客户



资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

图表 60 带有双方承诺人签名的“真爱协议”

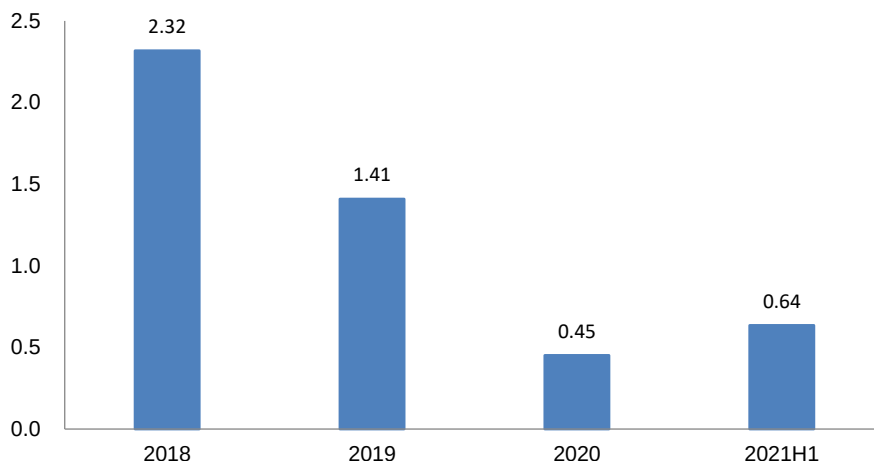


资料来源：公司官网，华安证券研究所

短视频流量红利期短视频营销流量成本较低，公司营销资源向短视频倾斜。（1）从营销投入结构来看，自 2020 年起，公司降低社交网络渠道的推广投入，增加视频媒介推广投入，由 2019 年的占比 2.3%增至 2020 年的 25.2%。（2）从流量成本来看，2020 年社交媒体的单位点击或访问量成本为 1.24 元/次，视频媒介的单位点击或访问成本为 0.14 元/次，相较 2020 年以前的将推广重心定为社交网络渠道，公司将更大比重的推广资金投入视频平台后，推广成本有所降低。2018-2020 年公司流量成本呈明显的下降趋势，分别为 2.32 元/次、1.41 元/次和 0.45 元/次，在 2020

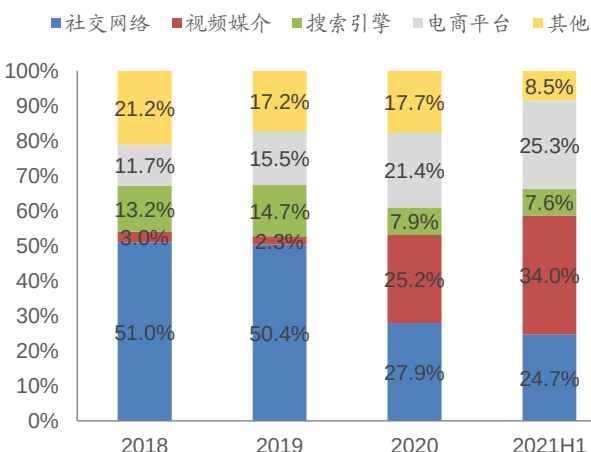
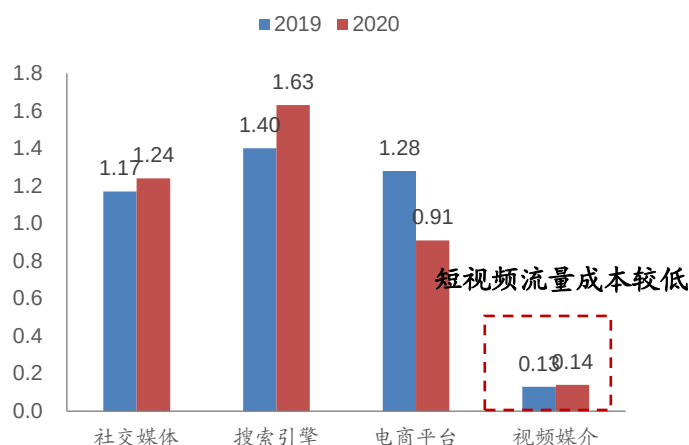
年营销结构调整后，流量成本回落 68%。

图表 61 迪阿股份流量成本及变化 (元/次)



资料来源：招股书问询函，华安证券研究所；注：单次点击成本=推广费用/点击次数

图表 62 迪阿股份各推广渠道单位点击/访问量成本 (元/次) 图表 63 迪阿股份各推广渠道投入占比变化 (%)

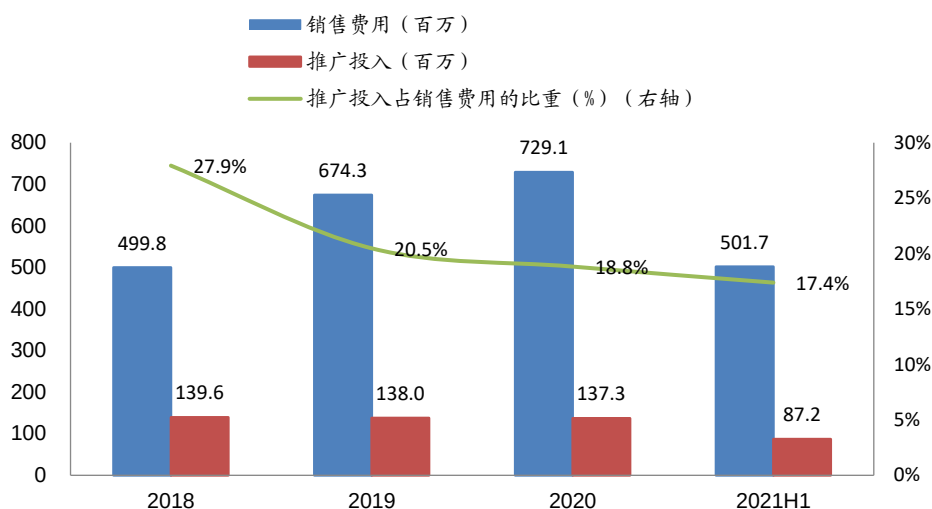


资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

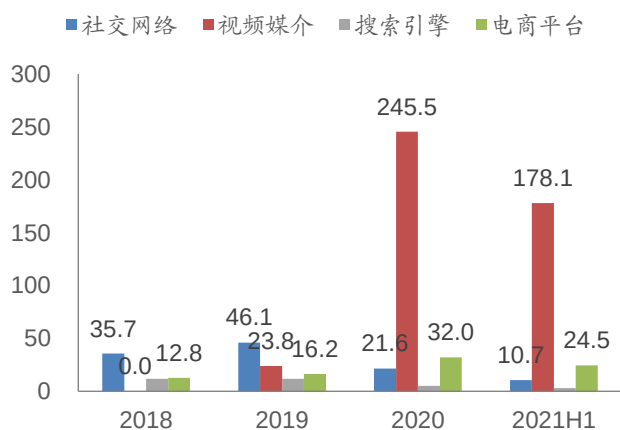
销售费用率下降但费效比提升，流量结构调整实现低成本消费者触达。我们认为虽然公司营销费用率下降但是却实现营销效果的提升，这主要部分得益于公司对营销推广资源的结构性调整，更多地向费效比更高的短视频媒介倾斜，搭乘短视频流量红利，以更低成本完成消费者触达。**(1) 从投入来看，**近年来由于规模扩张等因素，公司销售费用逐年上涨，由 2018 年的 5 亿（其中含推广投入 1.40 亿）涨至 2020 年的 7.3 亿（其中含推广投入 1.37 亿）。公司推广投入占营销费用比重由 2018 年的 27.9% 逐年下滑至 2021H1 的 17.4%；**(2) 从投放效果及结构看，**公司社交媒体总点击量 2020 年大幅提升（其中视频媒介/电商平台点击量 245.5/32.0 亿次）。流量结构也发生转变，公司视频渠道投放内容点击量上涨迅速。公司在 2020 年，视频渠道内容点击量增长 931.3%。电商平台推广投入增长 37.5%，电商平台点击量增长 97.4%，抖音、快手、百度上的话题热度也持续提升，各渠道流量增长迅速。

图表 64 迪阿股份销售费用及推广投入占比变化



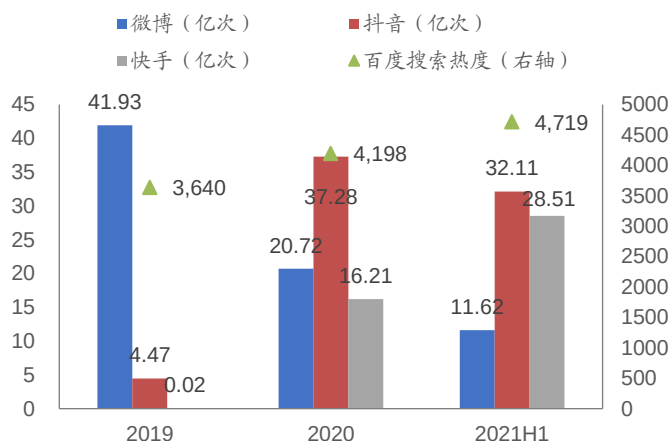
资料来源：招股书问询函，华安证券研究所整理

图表 65 迪阿股份投放内容点击量变化 (亿次)



资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

图表 66 迪阿股份话题热度变化



资料来源：招股书问询函，华安证券研究所；注：(微博数据为官方账号发表博文合计阅读量，抖音快手数据为投放视频合计播放量，百度数据为搜索热度)

3.3 品牌建设：精细化内容运营降低“购中成本”，募资完善线下渠道布局

我们站在消费者购买产品全周期看，品牌、营销、产品分别用于降低消费者的“购前”、“购中”、“购后”成本。由于钻石婚戒消费高客单价、低消费频次的特点，消费者具备较高的购前触达成本（例如产品选择的时间成本），因此珠宝首饰相较于其他消费品亟需品牌背书。DR 通过差异化品牌理念+显著区隔的品牌已经实现了高效率甄别目标客群（具有相同价值观群体）及用户转化，辅以精细化内容运营可进一步降低消费者的“购中成本”，提升有效的用户触达。但长期看，珠宝首饰消费依旧需要线下场景，因此公司上市募资完善线下渠道布局，助力品牌力进一步提升，降低消费者的购前成本。

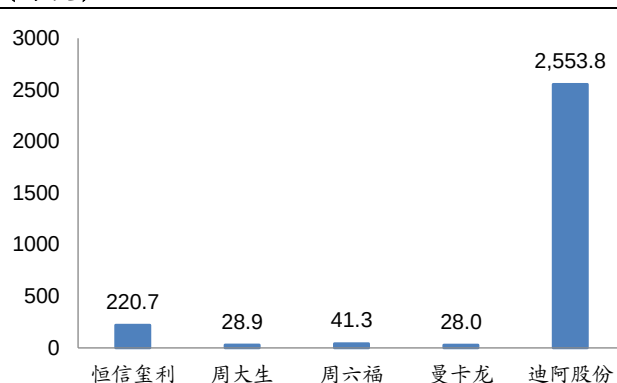
具备精细化内容运营能力，有效提升用户转化率。公司视频媒介渠道获赞数远

高于可比公司，一方面归因于公司营销资源向短视频倾斜，另一方面归因于公司坚持高质量、具有传播影响力的内容运营。具体来看，可比公司发布的内容以产品展示及介绍为主；而公司深耕内容制作，发布内容主要为情感表达类剧情短片，包括“不卖”、“请慎重”等主题，与公司克制的营销理念以及“唯一”的品牌理念相契合，通过与客户共情，视频受喜爱程度显著高于同行业可比公司，取得了明显优于可比公司的互动量及品牌传播影响力。迪阿股份 2021H1 视频媒介渠道获赞次数为 2553.8 万次，可比公司中获赞次数最多的恒信玺利获赞次数为 220.7 万次。

图表 67 不同推广渠道的目标人群及宣传方式

图表 68 迪阿股份及可比公司 2021H1 短视频渠道获赞数 (万次)

推广渠道	主要投放平台	目标人群	宣传方式
社交网络	微信及广点通	年轻及适婚人群	投放图文、视频
	微博		广告位、向粉丝定向投放、根据搜索关键词展示
视频媒介	抖音		平台 KOL 根据品牌要求拍摄相关短片，在相应的短视频平台上发表
	快手		
搜索引擎	百度	不特定人群	消费者主动搜索品牌词、行业词
电商平台	天猫	电商渠道内具有购买意向的客户	超级钻展、超级推荐、直通车、品销宝、京东快车、京东店铺、购物触点、京东海投、京东直投
	京东		



资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

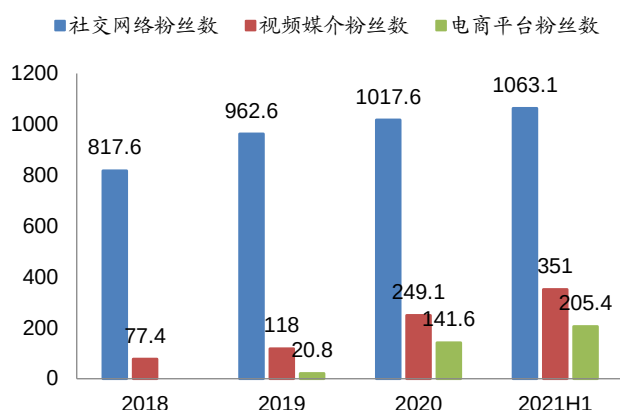
图表 69 同业抖音账号运营情况

公司	抖音ID	总粉丝 万人	总点赞 万次	总作品 个	作品平均点赞数 个
恒信玺利	I Do珠宝官方	28.5	222.2	464	4788.8
周大生	周大生珠宝新选	166	18	737	244.2
	周大生旗舰店	96.6	3.2	12	2666.7
	周大生严选	76.1	11.5	419	274.5
	周大生精选	81.6	3.5	6	5833.3
	周大生优选	21.8	0.3257	36	90.5
周六福	周六福珠宝官方旗舰店	690.3	3828.5	35	1093857.1
	周六福珠宝旗舰店	132.2	255.7	258	9910.9
曼卡龙	曼卡龙珠宝旗舰店	5.3	22.9	78	2935.9
迪阿股份	DR钻戒	225.2	3124.8	552	56608.7

资料来源：飞瓜数据，华安证券研究所整理；注：截止时间为 11 月 25 日

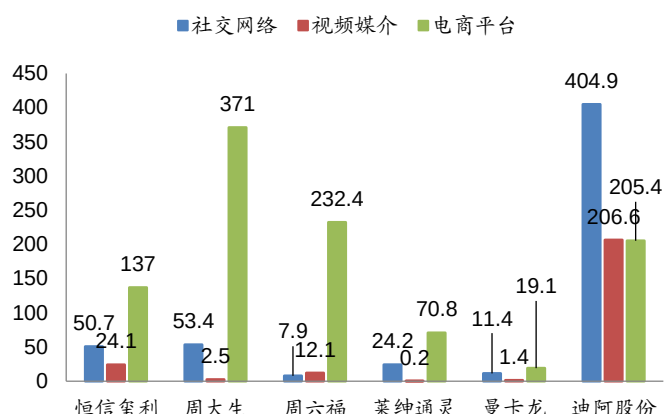
公司多平台粉丝数量均呈增长态势，流量转化优势显著。公司在微信、微博、抖音、快手、天猫、京东等主要推广平台上均开设了官方账号并自主运营，官方账号的粉丝数变动侧面反映公司推广效果。(1) 社交网络：公司社交网络粉丝数稳步上升，在公司 2020 年度社交网络推广投入减少 44.9% 的基础上，2020 年末社交网络渠道粉丝数仍增长 5.72% 至 1017.6 万。(2) 视频媒介：自 2020 年起，公司顺应流量变动，高度重视视频媒介的推广，粉丝数也随之迅速增长，同比增长 111.1% 至 249.1 万，2021 年上半年涨至 351 万，相比社交网络渠道数据，未来视频媒介渠道仍具增长空间。与可比公司比较，各渠道迪阿股份的粉丝数量均处于行业领先地位，除电商平台略低于周大生和周六福外，社交网络和视频媒介渠道远高于其他可比公司，为粉丝转化为销量提供良好基础。

图表 70 迪阿股份各推广渠道粉丝数变化 (万)



资料来源: 招股书问询函, 华安证券研究所

图表 71 同业各渠道 2021H1 粉丝数对比 (万人)



资料来源: 招股书问询函, 华安证券研究所 (社交网络指微博, 视频媒介指抖音, 电商平台为天猫和京东)

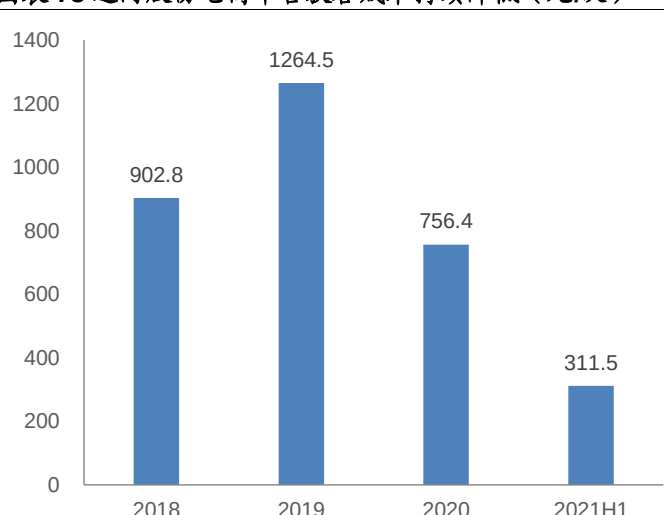
门店数扩张及店效提升, 线下营收大幅增长。(1) 线上: 公司线上营收增长受粉丝数增长驱动。在 2020 年上半年婚庆市场受到疫情负面影响的情况下, 公司获客成本仍有大幅下降, 从 2019 年的 1264.5 元/次降至 2020 年的 756.4 元/次, 同比下降 40.2%。主要受益于推广渠道结构性改善, 相较于 2020 年以前重点发力的社交网络渠道 (2019 年 1.17 元/次点击, 2020 年 1.24 元/次点击), 2020 起公司重点发力的视频媒介渠道单次点击成本更低 (2019 年 0.13 元/次, 2020 年 0.14 元/次), 且客户转化率有所提升 (2019 年 0.1%, 2020 年 0.12%, 2021 上半年达 0.29%) (客户转化率=电商渠道实际购买人数/线上店铺访问量数据)。2020 年线上营收增长 76.3%, 主要得益于公司营销出圈, 为电商平台带来大量粉丝增长。(2) **线下:** 2020 年, 迅速扩张门店以及店效的上涨共同贡献了营收增长 46.2%, 营收增长超过线下店数目增长, 单店店效有所提升, 从 2019 年的 504 万元/家升至 2020 年的 630 万元/家, 同比增长 25%。

图表 72 迪阿股份线上线下渠道核心数据拆分

	2019	2020
线下渠道		
线下收入 (百万元)	1522.4	2225.1
YoY (%)		46.2%
报告期末门店数 (家)	302	353
YoY (%)		16.9%
店效 (百万元/家)	5.04	6.30
YoY (%)		25.0%
线上渠道		
线上收入 (百万元)	126.5	223
YoY (%)		76.3%
粉丝数量 (万人)	20.8	141.6
YoY (%)		580.8%
单位粉丝数对线上收入的贡献 (元)	608.2	157.5

资料来源: 招股书问询函, 华安证券研究所

图表 73 迪阿股份电商平台获客成本持续降低 (元/次)



资料来源: 招股书问询函, 华安证券研究所, 注: 获客成本=电商渠道推广费用/电商渠道实际购买人数

上市募资完善线下渠道布局, 有望进一步提升品牌价值。迪阿股份以此次公开发行股票并上市为契机, 通过提升品牌形象和影响力、增强研发设计能力, 拓展高

端市场及国际市场影响力，进一步提升公司产品的市场份额。并通过满足消费者维系一生真爱的礼物需求，进一步扩大公司的业务规模，并最终发展成为品牌价值高、声誉好的世界一流的品牌珠宝公司。公司计划此次募集资金 12.84 亿元，将其中的 57.6% 用于建设渠道网络，补足公司短板。与可比公司相比，公司线下门店铺设较少，截止至上半年，周大生拥有线下门店 4257 家，而 DR 仅有 375 家，渠道布局方面有继续发展的空间。

图表 74 迪阿股份上市募集资金分配

项目	投资金额 (亿元)	募集资金投入比例 (%)
渠道网络建设项目	7.39	57.6%
信息化系统建设项目	1.10	8.6%
钻石珠宝研发创意设计中心建设项目	0.54	4.2%
补充营运资金项目	3.80	29.6%
合计	12.84	100.0%

资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

图表 75 迪阿股份与可比公司门店数目对比 (家)

	2018	2019	2020	2021H1
莱绅通灵	737	630	587	-
恒信玺利	713	749	716	717
周大生	3375	4011	4189	4257
周六福	2790	3468	-	-
曼卡龙	153	161	170	181
迪阿股份	250	302	353	375

资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

4 盈利预测与估值探讨

盈利预测：考虑到与传统珠宝品牌以渠道驱动增长不同，公司主要以品牌营销驱动增长。因此我们不采用传统的单店模型对其进行盈利预测，而是通过新消费趋势下公司求婚钻戒、结婚对戒各价格带营收分量价进行预测。**品牌营销上**，随着各珠宝品牌均加码短视频布局，在短视频营销费效比放缓的大背景下，短视频营销将逐渐由资源投放的粗放式增长过渡到比拼精细化内容运营阶段。我们看好公司有望重现 DTC 模式下新消费品牌的增长路径，通过缩减中间渠道及精细化内容运营能力实现可持续的低成本消费者触达。同时显著的品牌区隔通过甄别相同价值观群体带来持续性的高用户转化。最终带来表现的销量增长。公司上市完善渠道布局利于品牌力进一步提升。细分来看：

(1) 求婚钻戒：

收入端：

量：公司 2020 年以来加码短视频布局流量及粉丝数获以大幅增长（主要是 Z 世代和千禧一代）。表观来看，不同价格带销量增速与该流量结构性趋势保持一致，2020H2 开始部分低钻重求婚钻戒销量快速增长。由于短视频渗透率已接近饱和，同时 MAU 仍持续增长，我们认为短视频营销吸引的年轻消费群体贡献销量占比提升（非营收占比）的趋势短期有望得以延续，但边际上有所放缓。预计 1 万元以下求婚钻戒销量保持较高速增长，2021-2023 年增速分别为 250%/45%/35%，而 1-2 万元、2-3 万元、3-5 万元价格带求婚钻戒销量增速依次放缓，2021-2023 年增速分别为 80%/55%/25%、70%/40%/20%、65%/20%/18%，5 万元以上求婚钻戒由于占比较小，基数效应下销量增速较高，2021-2023 年增速分别为 100%、40%、35%。

价：公司 2020 年以来宣传渠道变化吸引年轻消费群体，使得 1 万元以下求婚钻戒均价显著下降。延续前文分析，认为短视频营销吸引的年轻群体贡献销量占比提升的趋势短期有望持续，预计 2021-2023 年销售均价同比分别-20%、-10%、-8%。而公司高价格带求婚钻戒年轻群体占比较小，一万元以上求婚钻戒产品价格较为稳定，但仍受较小幅度该趋势影响，因此预计 2021-2023 年

1-2 万元、2-3 万元、3-5 万元、5 万元以上均价分别为-2%/-1%/-1%、-1%/-1%/-1%、0%/0%/0%、4%/2%/1%;

成本端: 求婚钻戒成本由钻石成本 (主钻成本)、委托加工成本以及其他成本构成。

钻石成本: 随着低钻重求婚钻戒销量占比提升, 单位钻石成本呈下行趋势, 与前文分析保持一致, 且假设其增长与求婚钻戒总销量呈正比例关系, 预计 2021-2023 年单位钻石成本增速分别为-30%、-5%、-5%;

委托加工成本: 拆分来看: 委托加工费用=石料费用 (非主钻的钻石费用)+加工费用+其他。近年来公司委托加工费用降低的原因主要为石料费用减小, 主要原因为: 1) 委托加工石料中低价值锆石增加导致石料费用减小; 2) 委托加工中单位产品石料平均钻重降低导致石料费用减小 (由于低石料钻重产品销售占比增多, 因此石料平均钻重降低)。延续前文分析, 且假设其增长与求婚钻戒总销量呈正比例关系, 预计 2021-2023 年单位委托加工成本分别为-20%、-5%、-3%;

其他成本: 非核心成本, 假设其增长与求婚钻戒销量呈正比例关系, 预计 2021-2023 年单位其他成本均为 0.01 万元/件。

图表 76 公司求婚钻戒营收预测

求婚钻戒:								
营收	百万元	1275.31	1368.53	1868.24	1829.77	3736.08	5161.21	6372.08
YoY	%		7.3%	36.5%	182.1%	100.0%	38.1%	23.5%
占比	%	85.0%	82.2%	75.8%	78.9%	78.9%	77.2%	75.7%
销量	万件	12.06	11.91	17.07	23.46	47.67	69.52	91.81
YoY	%		-1.2%	43.3%		179.3%	45.8%	32.1%
总均价	万元/件	1.06	1.15	1.09	0.78	0.78	0.74	0.69
YoY	%		8.7%	-4.8%	-28.7%	-28.4%	-5.3%	-6.5%
毛利率	%	70.1%	71.4%	70.79%	70.84%	69.8%	69.7%	68.9%
收入端								
1万元以下								
营收	百万元	347.13	339.59	453.40	641.31	1269.53	1656.73	2057.66
YoY	%		-2.2%	33.5%		180.0%	30.5%	24.2%
占比	%	27.2%	24.8%	24.3%	35.0%	34.0%	32.1%	32.3%
销量	万件	6.95	6.50	10.09	17.41	35.32	51.21	69.13
占比	%	57.6%	54.6%	59.1%	74.2%	74.1%	73.7%	75.3%
均价	万元/件	0.50	0.52	0.45	0.37	0.36	0.32	0.30
1万元（含）至2万元								
营收	百万元	518.45	521.45	648.64	579.57	1144.20	1755.77	2172.77
YoY	%		0.6%	24.4%		76.4%	53.5%	23.8%
占比	%	40.7%	38.1%	34.7%	31.7%	30.6%	34.0%	34.1%
销量	万件	3.8	3.79	4.65	4.23	8.37	12.9735	16.216875
占比	%	31.5%	31.8%	27.2%	18.0%	17.6%	18.7%	17.7%
均价	万元/件	1.36	1.38	1.39	1.37	1.37	1.35	1.34
2万元（含）至3万元								
营收	百万元	217.97	253.31	332.94	254.55	560.34	776.63	922.63
YoY	%		16.2%	31.4%		68.3%	38.6%	18.8%
占比	%	17.1%	18.5%	17.8%	13.9%	15.0%	15.0%	14.5%
销量	万件	0.9	1.07	1.4	1.08	2.38	3.33	4.00
占比	%	7.5%	9.0%	8.2%	4.6%	5.0%	4.8%	4.4%
均价	万元/件	2.42	2.37	2.38	2.36	2.35	2.33	2.31
3万元（含）至5万元								
营收	百万元	110.43	151.56	258.67	194.84	426.81	512.17	604.36
YoY	%		37.2%	70.7%		65.0%	20.0%	18.0%
占比	%	8.7%	11.1%	13.8%	10.6%	11.4%	9.9%	9.5%
销量	万件	0.31	0.43	0.73	0.55	1.20	1.45	1.71
占比	%	2.6%	3.6%	4.3%	2.3%	2.5%	2.1%	1.9%
均价	万元/件	3.56	3.52	3.54	3.54	3.54	3.54	3.54
5万元及以上								
营收	百万元	81.33	102.62	174.59	159.50	335.21	459.90	614.66
YoY	%		26.2%	70.1%		92.0%	37.2%	33.7%
占比	%	6.4%	7.5%	9.3%	8.7%	9.0%	8.9%	9.6%
销量	万件	0.10	0.12	0.20	0.19	0.40	0.56	0.76
占比	%	0.8%	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
均价	万元/件	8.13	8.55	8.73	8.39	8.38	8.21	8.13
成本端								
求婚钻戒成本	百万元	380.83	391.38	545.67	533.54	1127.78	1564.92	1982.90
单位钻戒成本	万元/件	0.32	0.33	0.32	0.23	0.24	0.23	0.22
钻石成本	百万元	270.71	281.35	331.47	275.03	647.97	897.70	1126.24
单位钻石成本	万元/件	0.22	0.24	0.19	0.12	0.14	0.13	0.12
委托加工成本	百万元	110.11	110.04	199.58	241.80	445.87	617.72	791.29
单位委托加工成本	万元/件	0.09	0.09	0.12	0.10	0.09	0.09	0.09
其他成本	百万元	0.00	0.00	14.62	16.71	33.94	49.50	65.37

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

(2) 结婚对戒:

收入端:

量: 表观来看, 由于公司 2020 年对大部分原售价在 0.3 万元以上的产品进行提价, 提价后部分对戒销量计入到 3000 元以上价格带, 因此 2018 年起 0.3 万元以下及 0.8 万元以上对戒销量占比下降。我们认为公司对戒整体价格带低于求婚钻戒, 与公司核心客群 (29 岁以下年轻群体) 消费水平更为匹配, 随着短视频营销红利延续吸引年轻消费客群, 对戒销量增长或具备较强韧性。我们预计 2021-2023 年 0.3-0.8 万元对戒销量增速分别为 60%、50%、30%;

价: 假设 0.3-0.8 万元对戒未来不会大幅提价, 品牌力提升、消费升级等因素带来销售均价缓慢提升, 2021-2023 年增速均为 1%;

图表 77 公司结婚对戒、其他饰品及业务营收预测

结婚对戒:								
结婚对戒收入	百万元	191.24	254.29	554.58	450.29	918.47	1377.52	1806.15
结婚对戒收入增速	%	29.9%	33.0%	118.1%	168.7%	65.6%	50.0%	31.1%
结婚对戒收入占比	%	12.7%	15.3%	22.5%	19.4%	19.4%	20.6%	21.5%
结婚对戒总销量	万件	4.79	6.10	12.38	9.83	20.12	29.68	38.41
结婚对戒销量增速	%		27.3%	103.0%		62.5%	47.5%	29.4%
总均价	万元/件	0.40	0.42	0.45	0.46	0.46	0.46	0.47
总均价增速	%		4.4%	7.5%	2.3%	1.9%	1.7%	1.3%
毛利率	%	70.4%	69.0%	67.1%	67.3%	66.9%	66.5%	66.0%
收入端								
0.3万元以下								
收入	百万元	26.43	24.94	32.26	30.03	58.13	73.75	89.39
收入增速	%		-5.6%	29.3%		80.2%	26.9%	21.2%
收入占比	%	13.8%	9.8%	5.8%	6.7%	6.3%	5.4%	4.9%
销量	万件	1.01	0.97	1.33	1.16	2.26	2.83	3.39
销量占比	%	21.1%	15.9%	10.7%	11.8%	11.2%	9.5%	8.8%
均价	万元/件	0.26	0.26	0.24	0.26	0.26	0.26	0.26
0.3万元(含)至0.8万元								
收入	百万元	155.20	216.81	487.98	386.77	788.57	1194.69	1568.63
收入增速	%		39.7%	125.1%		61.6%	51.5%	31.3%
收入占比	%	81.2%	85.3%	88.0%	85.9%	85.9%	86.7%	86.8%
销量	万件	3.70	5.03	10.75	8.35	17.20	25.80	33.54
销量占比	%	77.2%	82.5%	86.8%	84.9%	85.5%	86.9%	87.3%
均价	万元/件	0.42	0.43	0.45	0.46	0.46	0.46	0.47
0.8万元及以上								
收入	百万元	9.61	12.54	34.34	33.49	71.76	109.08	148.13
收入增速	%		30.4%	173.8%		109.0%	52.0%	35.8%
收入占比	%	5.0%	4.9%	6.2%	7.4%	7.8%	7.9%	8.2%
销量	万件	0.08	0.10	0.30	0.32	0.66	1.06	1.48
销量占比	%	1.7%	1.6%	2.4%	3.3%	3.3%	3.6%	3.8%
均价	万元/件	1.20	1.25	1.14	1.05	1.09	1.03	1.00
成本端								
结婚对戒成本	百万元	56.66	78.77	182.57	147.33	304.41	461.30	613.59
单位对戒成本	万元/件	0.12	0.13	0.15	0.15	0.15	0.16	0.16
钻石成本	百万元	2.75	2.96	4.85	4.36	7.09	9.83	12.21
单位钻石成本	万元/件	0.0057	0.0049	0.0039	0.0044	0.0035	0.0033	0.0032
委托加工成本	百万元	53.91	75.81	173.69	138.93	290.76	441.79	588.85
单位委托加工成本	万元/件	0.11	0.12	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15
其他成本	百万元	0.00	0.00	4.04	4.04	6.56	9.68	12.53
单位其他成本	万元/件	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00
其他饰品:								
其他饰品收入	百万元	26.67	26.10	25.30	38.87	80.71	141.25	237.30
其他饰品收入占比	%	1.8%	1.6%	1.0%	1.7%	1.7%	2.1%	2.8%
其他饰品增速	%	36.2%	-2.1%	-3.1%	277.3%	219.0%	75.0%	68.0%
其他饰品单位收入	万元/件	0.30	0.31	0.21	0.29	0.30	0.42	0.59
其他饰品成本	百万元	7.29	7.71	11.88	14.50	29.27	41.71	60.06
其他饰品单位成本	万元/件	0.08	0.09	0.10	0.11	0.11	0.12	0.15
其他饰品毛利率	%	72.7%	70.5%	53.0%	62.7%	63.7%	70.5%	74.7%
其他饰品销量	万件	0.88	0.84	1.22	1.32	2.68	3.34	4.01
其他业务								
其他业务收入	百万元	6.89	15.58	16.38	1.46	2.37	3.34	4.21
其他业务增速	%	1254.0%	126.0%	5.2%	-84.2%	-85.5%	41.1%	26.0%

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

估值: 迪阿股份是品牌营销驱动的钻石婚戒稀缺标的, 具备咨询服务基因, 也是 DTC 模式在珠宝领域的成功典范。凭借模式、渠道、理念与产品特性高度契合,

ROE 水平长期领跑同业，且具备合理性。**流量获取上**，我们认为在短视频营销费效比放缓背景下，迪阿有望凭借精细化内容运营能力及缩减中间渠道，重现 DTC 模式成功路径，实现可持续低成本消费者触达。**用户转化上**，公司凭借极其克制的品牌及营销理念（“男士一生仅能定制一枚”），强化钻石婚戒象征“永恒唯一”的附加价值，与钻石婚戒低消费频次、较高客单价的产品特征相契合，进而增加品牌区隔，以牺牲复购率换取高用户转化，筛选相同价值观的年轻消费群体，形成品牌心智占领与高用户转化。

同行业可比公司的不可比之处：同行业珠宝品牌普遍由渠道驱动，由于经营特点和业务发展驱动力的不同，使得 2020 年疫情期间公司逆势增长（其本质原因为渠道驱动的可比公司业绩主要受门店变动影响较大，而公司由品牌驱动下业绩则受品牌传播和门店建设共同影响，因此具备较强韧性）。公司 2019 年经营业绩放缓由于移动互联网流量变动影响，2020 年逆势增长部分归因于营销渠道优化，率先加码短视频布局，承接短视频营销流量红利。

可比公司选取：考虑公司经营特点、业绩表现与以品牌势能驱动和采用 DTC 模式的新消费品牌类似，因此采用可比估值法，在可比公司的选取上，我们选取以品牌势能驱动和 DTC 为代表性特征、契合年轻一代消费需求的新消费品牌。其中**泡泡玛特**与迪阿股份在 2020 年疫情期间营收增速与 2021-2023 年归母净利润增速表现最为契合，因此我们选取泡泡玛特作为可比公司，不考虑到港股的流动性折价。预计 2021-2023 年实现归母净利润 13.3/18.7/23.3 亿元，EPS 分别为 3.3/4.7/5.8 元，对应当前股价 PE 为 45/32/26 倍，首次覆盖给与“买入”评级。给予公司 2022 年 47x PE，对应总市值 880.78 亿元。

图表 78 可比公司 2020 年营收同比变动

代码	可比公司	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020全年
9992.HK	泡泡玛特	50.50%		48.74%		49.31%
300957.SZ	贝泰妮	16.99%	42.09%	41.95%		38.49%
平均	平均值	33.75%	46.30%	45.35%	45.35%	43.90%
301177.SZ	迪阿股份	-31.70%	53.84%	59.26%	110.54%	48.47%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 79 可比公司估值

代码	股票名称	收盘价	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
9992.HK	泡泡玛特	38.0	651.2	5.24	11.23	17.83	25.98	183	47	30	20
300957.SZ	贝泰妮	203.7	862.8	5.44	8.14	11.3	15.03	159	106	76	57
平均			757.0						76	53	39
301177.SZ	迪阿股份	149.1	596.5	5.63	13.27	18.74	23.30				

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：迪阿归母净利润为盈利预测得到，其他均为 Wind 一致预期，截止时间为 12 月 21 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1619	3525	5933	8765	营业收入	2464	4738	6683	8420
现金	181	1047	2530	4462	营业成本	755	1461	2068	2657
应收账款	166	389	549	692	营业税金及附加	130	284	401	505
其他应收款	4	10	14	17	销售费用	729	1161	1637	2063
预付账款	43	146	207	266	管理费用	160	190	267	337
存货	297	521	737	946	财务费用	11	-2	-10	-25
其他流动资产	927	1412	1897	2382	资产减值损失	-8	0	0	0
非流动资产	313	354	396	437	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	16	47	67	84
固定资产	3	1	-1	-3	营业利润	692	1702	2402	2987
无形资产	6	8	9	11	营业外收入	0	1	1	1
其他非流动资产	303	345	387	429	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1932	3879	6329	9202	利润总额	692	1702	2402	2987
流动负债	804	1386	1962	2507	所得税	128	374	528	657
短期借款	0	0	0	0	净利润	563	1327	1874	2330
应付账款	111	166	234	301	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	693	1220	1728	2206	归属母公司净利润	563	1327	1874	2330
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	734	1819	2511	3081
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.00	3.32	4.68	5.82
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	813	1395	1972	2516					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	360	400	400	400					
资本公积	51	51	51	51					
留存收益	707	2033	3906	6235					
归属母公司股东权益	1118	2485	4357	6686					
负债和股东权益	1932	3879	6329	9202					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2023E
经营活动现金流	894	1442	2079	2512	成长能力				
净利润	563	1327	1874	2330	营业收入	48.1%	92.2%	41.1%	26.0%
折旧摊销	47	120	120	120	营业利润	138.8%	145.8%	41.2%	24.3%
财务费用	-1	0	0	0	归属于母公司净利	113.4%	135.6%	41.2%	24.4%
投资损失	-16	-47	-67	-84	获利能力				
营运资金变动	296	41	151	145	毛利率(%)	69.4%	69.2%	69.1%	68.4%
其他经营现金流	271	1287	1724	2187	净利率(%)	22.9%	28.0%	28.0%	27.7%
投资活动现金流	-692	-615	-596	-579	ROE(%)	50.4%	53.4%	43.0%	34.8%
资本支出	-40	-5	-5	-5	ROIC(%)	50.0%	53.4%	42.8%	34.6%
长期投资	-667	-656	-656	-656	偿债能力				
其他投资现金流	15	46	65	83	资产负债率(%)	42.1%	36.0%	31.2%	27.3%
筹资活动现金流	-121	40	0	0	净负债比率(%)	72.7%	56.1%	45.2%	37.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.01	2.54	3.02	3.50
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.59	2.06	2.54	3.01
普通股增加	0	40	0	0	营运能力				
资本公积增加	10	0	0	0	总资产周转率	1.28	1.22	1.06	0.91
其他筹资现金流	-131	0	0	0	应收账款周转率	14.83	12.17	12.17	12.17
现金净增加额	80	866	1483	1932	应付账款周转率	6.82	8.83	8.83	8.83

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	1.56	3.32	4.68	5.82	P/E	0.00	44.94	31.83	25.60
每股经营现金流	2.23	3.60	5.20	6.28	P/B	0.00	24.01	13.69	8.92
每股净资产	2.80	6.21	10.89	16.71	EV/EBITDA	-0.25	32.21	22.74	17.91

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020 年新财富轻工纺服第 4 名团队。2021 年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。