

# 迪阿股份 (301177): 一生只一人, 钻饰国牌光芒初绽

2022年2月28日

推荐/首次

迪阿股份

公司报告

**DR 品牌: 情感内涵与增值服务赋予品牌溢价。**迪阿股份主要从事珠宝首饰的品牌运营、定制销售和研发设计, 为婚恋人定制高品质求婚钻戒、结婚对戒等钻石镶嵌饰品。品牌定位中高端消费的消费升级需求, 通过定制化与增值服务为品牌带来溢价空间。DR 坚持“男士一生仅能定制一枚”DR 求婚钻戒, 为消费者传递了品牌的核心爱情观, 并以该品牌内涵为核心, 通过自营模式+定制化销售+互联网营销建立经营壁垒并拓宽护城河, 形成可持续性竞争优势。行业规模稳中有升, 集中度提升背景下, DR 快速发展有望跻身行业前列。2020 年我国钻石需求量达到 707 亿元, 与美、日等发达国家比尚有 5-15 倍的增长空间。DR 品牌作为国内钻饰领先品牌, 近年来快速发展, 未来有望跻身国内整体珠宝行业前列。

**全自营模式快速扩张, 渠道建设巩固竞争优势。**DR 品牌现有门店总计 375 家, 并坚持全自营模式形成统一运作, 巩固品牌整体形象和内涵。同时, 公司积极布局线上, 多平台网店铺设的同时, 通过 DTC 模式进行互联网营销, 全平台拥有累计超过 2000 万粉丝, 大幅高于竞品, 品牌影响力持续扩张。未来, 公司将持续直营拓店, 强化一线城市渗透, 布局二三线核心商圈, 同时利用渠道网络强化品牌形象, 巩固品牌核心竞争力。

**供应链体系保障高库存周转, 信息管理系统支撑公司高效有序运转。**公司供应链管理能够实现多渠道共享库存、自动供应商派单等功能, 有效提升供应链的整体协同效应, 保证了公司存货周转率显著高于同业。公司构建起灵活高效的信息管理系统架构, 并持续进行数字化探索和应用创新, 公司建立了集合前中后台为一体的信息系统管理体系, 前台系统实现多渠道流量统一管理, 中台系统实现公司运营自动化与管理网络化, 后台系统汇集订单及财务数据确保业务稳健规范运转。

**盈利预测与投资评级:**公司凭借独特品牌定位+营销与渠道扩张+高效供应链, 实现持续成长。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 13.0、18.5、24.1 亿元, 对应 EPS 分别为 3.25、4.63、6.04 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 29、20、16 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**风险提示:**宏观经济下行, 珠宝类存货跌价, 客户个人信息安全问题等。

## 财务指标预测

| 指标          | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)  | 1,664.51 | 2,464.50 | 4,623.34 | 6,599.92 | 8,663.12 |
| 增长率 (%)     | 10.96%   | 48.06%   | 87.60%   | 42.75%   | 31.26%   |
| 归母净利润 (百万元) | 263.91   | 563.30   | 1,298.70 | 1,851.83 | 2,414.24 |
| 增长率 (%)     | -3.18%   | 113.42%  | 130.55%  | 42.59%   | 30.37%   |
| 净资产收益率 (%)  | 39.43%   | 50.37%   | 63.01%   | 55.22%   | 47.91%   |
| 每股收益 (元)    | 0.73     | 1.56     | 3.25     | 4.63     | 6.04     |
| PE          | 128.88   | 60.31    | 28.98    | 20.32    | 15.59    |
| PB          | 50.61    | 30.28    | 18.26    | 11.22    | 7.47     |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

公司主要从事珠宝首饰的品牌运营、定制销售和研设计, 为婚恋人定制高品质求婚钻戒、结婚对戒等钻石镶嵌饰品。公司主品牌 DR 求婚钻戒 (Darry Ring), 坚持“男士一生仅能定制一枚”DR 求婚钻戒并提供一系列增值服务。

资料来源: 公司公告、WIND

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

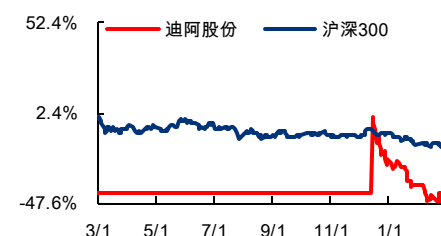
2022-04-22 年报预计披露

2022-06-15 首发股解禁, 预计占解禁后流通股 6.25%

## 交易数据

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元)    | 165.01-86.41  |
| 总市值 (亿元)        | 386.05        |
| 流通市值 (亿元)       | 32.99         |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 40,001/40,001 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | -/-           |
| 52 周日均换手率       | 11.13         |

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520050002

## 研究助理: 魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480120070031

## 研究助理: 刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480120080007

## 目 录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>1. DR 品牌：情感内涵与增值服务赋予品牌溢价</b>   | <b>4</b>  |
| 1.1 定位中高端消费升级，定制化&增值服务带来品牌溢价      | 4         |
| 1.2 打造品牌内涵，建立与消费者的情感连接            | 6         |
| <b>2. 行业规模稳增长+集中度提升，DR 跻身行业前列</b> | <b>7</b>  |
| 2.1 行业规模稳中有升，结婚率下行不构成绝对影响         | 7         |
| 2.2 行业集中度不断加强，DR 有望跻身珠宝业前列        | 9         |
| <b>3. 全自营模式快速扩张，渠道建设巩固竞争优势</b>    | <b>10</b> |
| 3.1 线上线下多渠道布局，DTC 模式提升流量竞争力       | 10        |
| 3.2 全面覆盖建设渠道网络，巩固可持续发展优势。         | 12        |
| <b>4. 信息系统高效灵活，供应链体系保障业务开展</b>    | <b>15</b> |
| 4.1 供应链体系保障高库存周转                  | 15        |
| 4.2 完备的信息系统管理体系，支撑企业高效运营管理        | 16        |
| <b>5. 投资建议与风险提示</b>               | <b>17</b> |
| 5.1 投资建议                          | 17        |
| 5.2 风险提示                          | 17        |
| <b>相关报告汇总</b>                     | <b>19</b> |

## 插图目录

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| <b>图 1： 公司营业收入及同比增速</b>                 | <b>4</b>  |
| <b>图 2： 公司主营业务占比变化</b>                  | <b>4</b>  |
| <b>图 3： 公司求婚钻戒产品按价格区间统计收入占比数据</b>       | <b>5</b>  |
| <b>图 4： 公司求婚钻戒产品按价格区间统计销量数据</b>         | <b>5</b>  |
| <b>图 5： 迪阿股份产品与竞品均价对比</b>               | <b>5</b>  |
| <b>图 6： 定制化产品销售情况</b>                   | <b>6</b>  |
| <b>图 7： 珠宝行业存货周转率年均值</b>                | <b>6</b>  |
| <b>图 8： 城镇人均可支配收入同比与金银珠宝零售额同比情况</b>     | <b>7</b>  |
| <b>图 9： 2019 年全球钻石饰品需求分布</b>            | <b>7</b>  |
| <b>图 10： 中国钻石饰品需求（亿元）</b>               | <b>7</b>  |
| <b>图 11： 2019 年中美钻石主要消费需求情况</b>         | <b>8</b>  |
| <b>图 12： 2017 年中国钻石消费年龄分布情况</b>         | <b>8</b>  |
| <b>图 13： 品牌各年龄段的消费收入占比情况</b>            | <b>8</b>  |
| <b>图 14： 2005-2020 年各年龄段婚姻登记人数变化趋势图</b> | <b>8</b>  |
| <b>图 15： 内地珠宝首饰行业集中度</b>                | <b>9</b>  |
| <b>图 16： 2019 年内地前十大珠宝品牌市场占有率情况</b>     | <b>9</b>  |
| <b>图 17： 中国钻饰企业经营收入数据情况</b>             | <b>9</b>  |
| <b>图 18： 公司顾客数量和市场占有率变化情况</b>           | <b>9</b>  |
| <b>图 19： DR 主营收入的渠道占比情况</b>             | <b>10</b> |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 20: DR 线下门店数量及增速情况.....           | 10 |
| 图 21: 2021 年珠宝各大品牌的门店数量对比.....      | 10 |
| 图 22: 珠宝各大品牌自营门店数量情况.....           | 10 |
| 图 23: 销售费用率与同行业可比公司的对比情况.....       | 11 |
| 图 24: 宣传推广费用率与同行业可比公司的对比情况.....     | 11 |
| 图 25: 同行业公司的平台粉丝数对比（万）.....         | 11 |
| 图 26: 同行业公司的线上渠道粉丝数对比（万）.....       | 11 |
| 图 27: 公司各渠道推广费用占比情况.....            | 12 |
| 图 28: 公司自营门店分布（截至 2021 年 6 月末）..... | 12 |
| 图 29: 2020 年 DR 不同区域门店占比情况.....     | 13 |
| 图 30: 2019 年 DR 不同区域门店店均收入对比情况..... | 13 |
| 图 31: 产品服务流程图.....                  | 15 |
| 图 32: 各品牌存货周转率.....                 | 15 |
| 图 33: 信息系统管理体系结构.....               | 17 |

## 表格目录

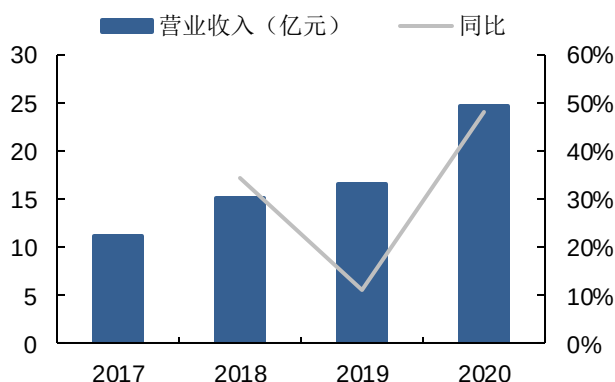
|                           |    |
|---------------------------|----|
| 表 1: 钻戒各品牌价位对比.....       | 4  |
| 表 2: DR 已有线下门店平均单店收入..... | 13 |
| 表 3: DR 新增线下门店平均单店收入..... | 14 |
| 表 4: DR 合计线下门店平均单店收入..... | 14 |
| 表 5: 公司 IPO 募集资金用途.....   | 15 |
| 表 6: 珠宝行业各公司委托加工模式.....   | 16 |

## 1. DR 品牌：情感内涵与增值服务赋予品牌溢价

迪阿股份主要从事珠宝首饰的品牌运营、定制销售和研发设计，为婚恋人群定制高品质求婚钻戒、结婚对戒等钻石镶嵌饰品。公司的主营品牌 DR 坚持“男士一生仅能定制一枚”DR 求婚钻戒，并提供一系列增值服务，为消费者传递了品牌的核心爱情观，为其建立了独特的品牌内涵并与竞品形成区隔度，使其拥有较强的竞争优势。

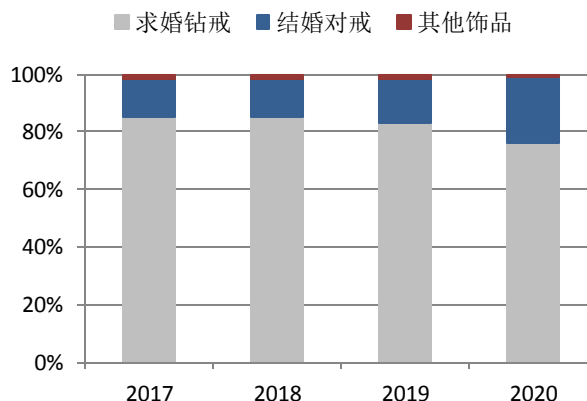
2020 年公司营业收入规模达到 24.6 亿元，同比增长 48.1%。主营业务收入结构来看，求婚钻戒为最主要部分，但其主营收入占比占比从 2017 年的 85.1%下降到了 2020 年的 76.3%，与之相反的是结婚对戒的收入占比从 2017 年的 13.2%提升到了 2020 年的 22.7%。

图1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图2：公司主营业务占比变化



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

### 1.1 定位中高端消费升级，定制化&增值服务带来品牌溢价

**品牌定位中高端消费的消费升级需求。**通过对比 DR 品牌与市面主流钻戒品牌的产品价位，我们可以看到，在三档不同克拉重量的钻戒价格分布方面，DR 品牌定价与国际高奢品牌均较大有差距，但较国内品牌定价略高。且 DR 品牌热销求婚钻戒产品的销量集中在 1 万元以下的价位，收入占比则主要来自 1-2 万元价位的产品，可以看到 DR 品牌消费用户群主要集中于钻戒预算在 2 万元以下的客户。考虑到珠宝消费价格非日常消费，我们将品牌大致分为中端、中高端和高端三类的话，通过价格数据可以看出，DR 品牌定位中高端，且在中高端品牌中处于较高价位。

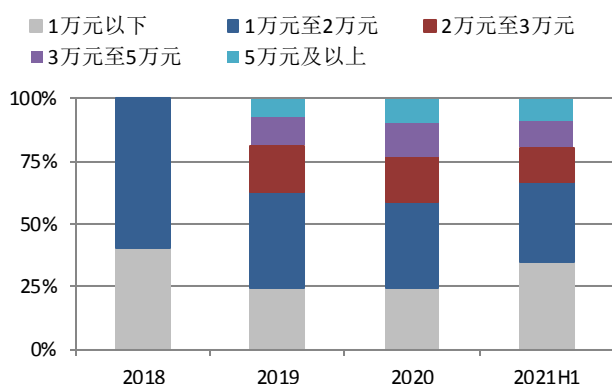
表1：钻戒各品牌价位对比

| 品牌   | 价格（元）  |          |        |
|------|--------|----------|--------|
|      | 0.3 克拉 | 0.5 克拉   | 1 克拉   |
| 宝格丽  | -      | 64400    | 160000 |
| 卡地亚  | -      | 60000 以上 | 150000 |
| 尚美巴黎 | -      | 70000 以上 | 140000 |
| 蒂芙尼  | -      | 59000    | 125100 |
| DR   | 14989  | 30249    | 83389  |

| 品牌   | 价格 (元) |        |        |
|------|--------|--------|--------|
|      | 0.3 克拉 | 0.5 克拉 | 1 克拉   |
| I DO | 10299  | 20999  | 78920  |
| 莱绅通灵 | 11080  | 23999  | 108880 |
| 周大生  | 9000   | 21499  | -      |
| 周六福  | 8397   | 16819  | -      |
| 曼卡龙  | 5888   | 12688  | -      |

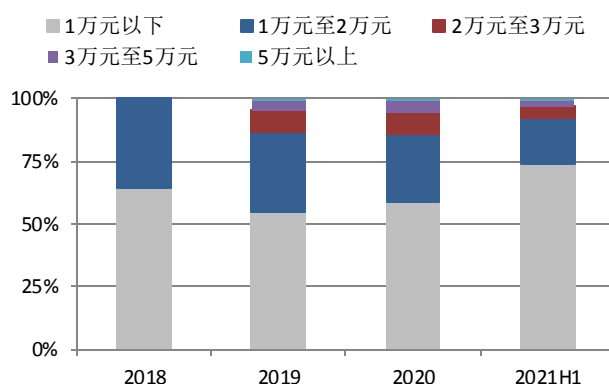
资料来源: 天猫旗舰店, 品牌官网, 线下门店, 东兴证券研究所

图3: 公司求婚钻戒产品按价格区间统计收入占比数据



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

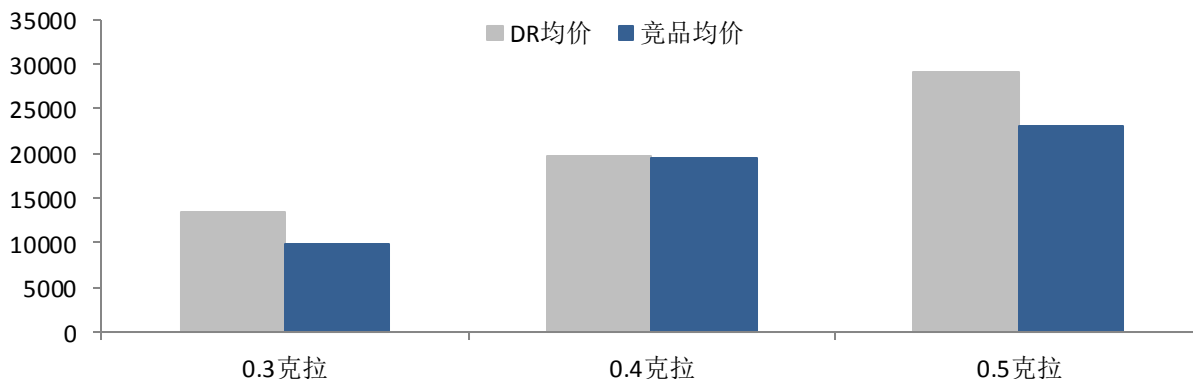
图4: 公司求婚钻戒产品按价格区间统计销量数据



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

公司在销售钻戒基础上, 提供增值服务, 获得品牌溢价并提高毛利水平, 服务消费升级客群。DR 品牌始终坚持并传递“一生只送一人”的理念和购买原则, 赋予产品象征消费者对于爱情“一生一世、一心一意”的美好承诺, 契合了消费人群对于爱情的追求。此外, 公司为客户提供诸如真爱协议、爱的确认书、协助举办求婚仪式等一系列增值服务, 给消费者带来优质消费体验的同时, 有利于树立其独特的品牌形象和满足消费者对于婚戒产品衍生需求, 使其产品获得了更高的品牌溢价和毛利率水平。

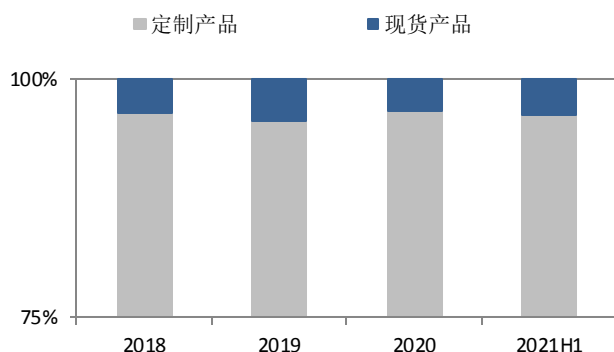
图5: 迪阿股份产品与竞品均价对比



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

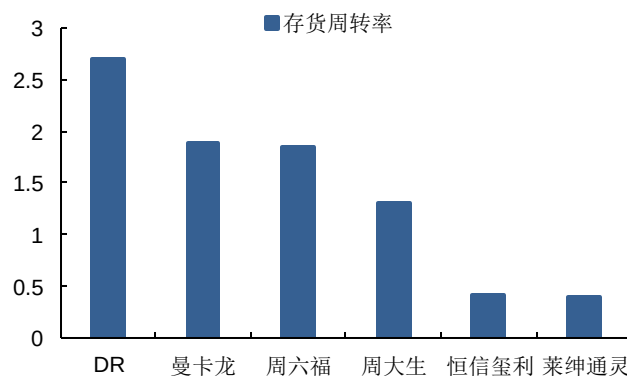
定制服务契合品牌内涵，提高品牌服务质量与公司运作效率。DR 品牌提供定制服务，与传统珠宝企业以现货为主的产品模式形成差异化竞争，进一步强化品牌的情感内涵并凸显产品的唯一性和特殊性，使其在服务消费升级客户群体时更具有竞争优势，同时降低了消费者对于产品价格的敏感度。公司采用定制为主的销售模式提供优质消费服务的同时，能够充分且及时地获取到消费者的消费倾向和变动趋势，更高效地满足市场需求并优化企业经营效率。此外，“以需定产”模式改变了传统珠宝行业重资产低周转的经营模式，使得公司能够在满足经营需求的前提下保持较低的存货水平和成本，并拥有良好的现金流。

图6：定制化产品销售情况



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图7：珠宝行业存货周转率年均值



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

## 1.2 打造品牌内涵，建立与消费者的情感连接

打造品牌价值内涵和形成区隔度，成为国内珠宝企业的重要竞争优势点。在消费升级的背景下，品牌价值更多地表达了消费者的自我个性和价值观，消费者选择品牌的同时展示出自身的价值观。各类珠宝企业的竞争方向也逐渐从产品设计的新颖和工艺技术创新向品牌形象塑造以及渠道扩张建设转变。求婚戒指、结婚对戒与其他首饰的区别，在于它们是专属应用于婚庆场景，与婚姻有着密切关联度的特点使其拥有更多的情感因素绑定，因此钻戒品牌的情感附加值则显得更为重要。1947年，全球最大的钻石开采公司戴比尔斯(De Beers)打出了“钻石恒永久，一颗永流传”的经典广告语，并巩固自己在全全球钻石市场的龙头地位。随后钻石便化身为“永恒爱情、婚姻承诺”的代名词，从此钻石饰品的爱情营销不断。通过塑造具有识别度和特殊性的品牌内涵成为钻戒品牌赢得消费者青睐的重要手段，Tiffany 赋予产品“见证每一次爱的诞生”的内涵，莱绅通灵将珠宝定位为“为下一代珍藏”，恒信玺利赋予珠宝产品“守护每一句‘我愿意’”的内涵。DR 品牌也通过“男士一生仅能定制一枚”赋予产品更加深层的情感内涵，坚持并传递“一生只送一人”的品牌理念，与竞品形成区隔度，成为具有较强市场竞争力的求婚钻戒代表品牌之一。

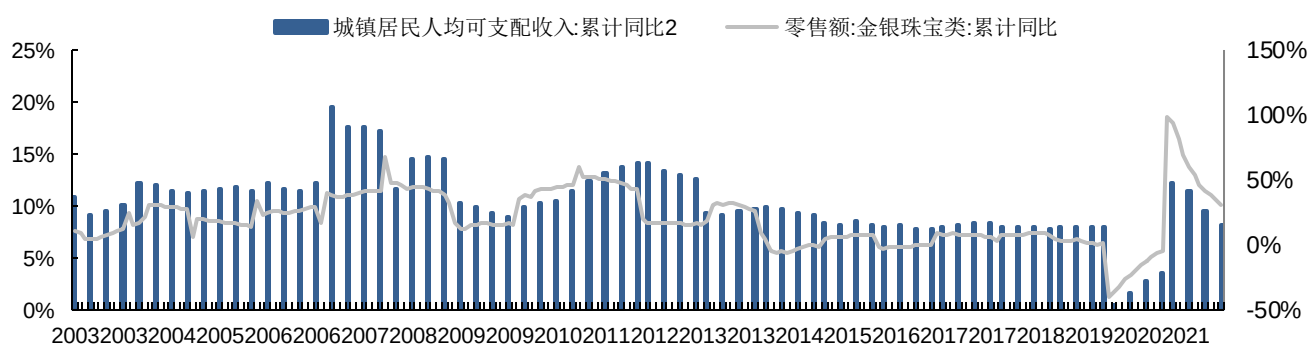
以品牌内涵为核心，通过自营模式+定制化销售+互联网营销建立经营壁垒并拓宽护城河，形成可持续性竞争优势。在珠宝行业品牌竞争愈发激烈的背景下，产品新颖的宣传理念为其树立了独特的品牌形象和影响力，形成与竞品间的有效区隔。公司围绕品牌内涵采取全自营管理模式和定制化销售模式，为客户提供优质的购买服务体验，进一步表现出品牌的核心理念。公司长期坚持传播并运营品牌内涵，通过向各大互联网平台投入大量资源获取流量红利，充足的曝光度为品牌聚集无数忠实粉丝，粉丝出于对品牌内涵的高度认同感自发的传播并维护 DR 品牌，长此以往建立起“一生·唯一·真爱”的情感内涵与品牌间的有效绑定和融合，大大降低被完全复制的可能性，使其竞争优势具有长期可持续性。

## 2. 行业规模稳增长+集中度提升, DR 跻身行业前列

### 2.1 行业规模稳中有升, 结婚率下行不构成绝对影响

人均可支配收入增长带动珠宝等可选消费比例提升。随着中国经济的蓬勃发展, 国内经济水平长期呈现稳步提升趋势, 相应带动了国民的消费能力和需求。虽然受到疫情的影响经济增速有所放缓, 但是随着疫情的稳定和解决, 未来中国国民消费能力有望持续增长, 珠宝首饰行业市场作为消费领域的优质赛道, 存在较大的成长空间和动力。

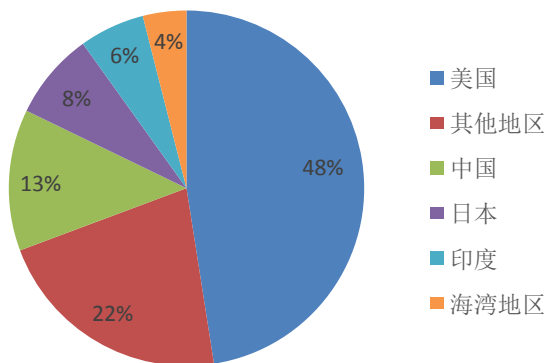
图8: 城镇人均可支配收入同比与金银珠宝零售额同比情况



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

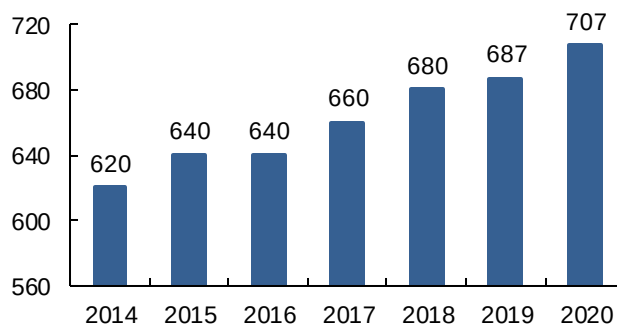
钻饰行业规模稳步增长, 与发达国家相比未来空间仍大。据 De Beers 数据显示, 中国作为全球第二大钻石消费需求市场, 2020 年我国钻石需求量达到 707 亿元, 此前 5 年行业规模年化增速 2.22%, 市场规模持续增长并有望保持长期景气。根据 De Beers 和世界银行数据统计, 2018 年美国人均钻石珠宝需求为 110 美元/人, 日本为 39 美元/人, 中国仅为 7 美元/人, 我国人均钻石首饰消费水平较低, 与美国、日本等发达国家相比, 我国钻饰消费市场至少有 5-15 倍的增长空间。未来随着国内整体消费水平的提升, 我国钻石饰品行业规模有望进一步扩大。

图9: 2019 年全球钻石饰品需求分布



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图10: 中国钻石饰品需求 (亿元)



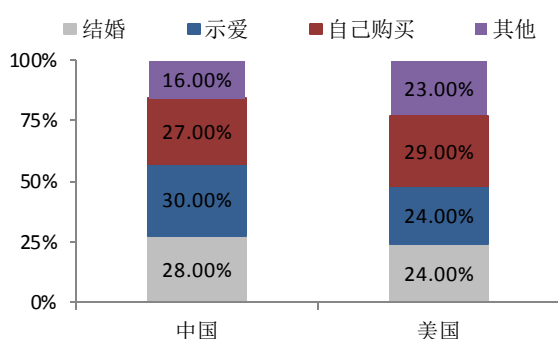
资料来源: De Beers, 东兴证券研究所

婚庆需求钻饰消费渗透率有待提高, 有望对冲结婚率下行, 市场保持可观的规模。中国求婚与示爱场景的钻石消费需求占比为 58%, 近一半的需求占比可以看出婚恋市场是我国钻饰的主要消费市场, 据 De Beers 数

据统计，2017 年我国婚庆市场钻石饰品渗透率为 47%，而同期美国和日本的渗透率分别为 70%和 60%，中国钻石市场渗透率水平较成熟市场仍有一定差距。我们认为，随着消费能力提升，我国钻石饰品渗透率有望向发达国家靠拢。因此，虽然近年来我国结婚率呈下行趋势，但随着婚庆钻石饰品消费渗透率的提升，我国婚庆类钻饰行业整体规模有望维持稳中有升的总体趋势。

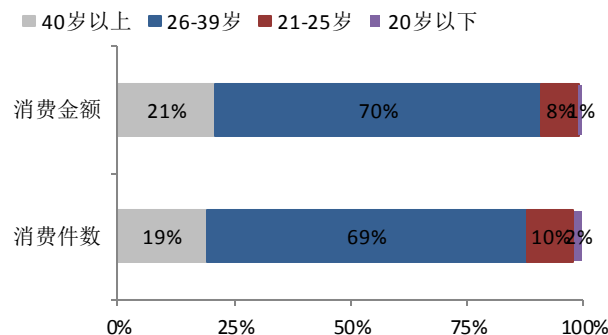
千禧一代贡献了近 80%的钻石消费份额，年轻消费群体对于钻石饰品的认可度较高。据国家统计局数据显示，中国在人口增值高峰期的新生儿维持在 2000 万人/年左右，按照 22-30 岁适婚年龄，这一阶段的新生儿在 2004 年至 2030 年达到适婚年龄，且近年来结婚年龄不断后移，意味着中国未来较长一段时间内的年均适婚年龄人口数将维持在较高水平，因此婚恋市场基数庞大且将长期保持可观数据。

图11：2019 年中美钻石主要消费需求情况



资料来源：De Beers，东兴证券研究所

图12：2017 年中国钻石消费年龄分布情况



资料来源：De Beers，东兴证券研究所

从公司层面来看，消费群体结构不断优化，品牌营收同样未受到结婚率下降的影响。虽然近年来我国结婚登记人数显著下降，但是结合公司收入数据和中国结婚登记数据可以看出，DR 品牌消费群体年龄层主要分布在 24-34 岁，其中 25-29 岁年龄段的消费者占比近 50%，30-34 岁的消费人数逐年上升，基本对应上中国结婚数据中的结婚年龄层对数分布情况。品牌的消费年龄构成不断优化，结婚年龄比例大幅下降的 20-24 岁消费群体，并未明显影响品牌在该群体的消费，在 2020 年和 2021 年间对应公司消费收入水平基本稳定在 19% 的占比。30-34 岁年龄层的消费收入在 2019 年超过 20-24 岁年龄层，并呈现逐年上升趋势，30-34 岁结婚的消费群体收入稳定且对于生活质量有着较高追求，在结婚方面更加能体现出其消费能力，因此 DR 品牌的销售没有受到结婚人数下降的直接影响，并且在不断适应结婚年龄比例的变化趋势，巩固品牌在 20-29 岁年龄层的市场，同时拓展 30-34 年龄层的婚庆市场。

图13：品牌各年龄段的消费收入占比情况

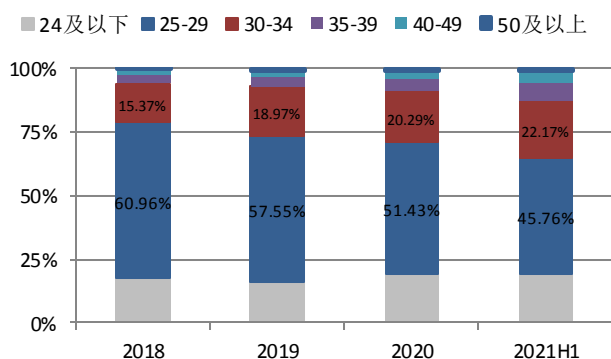
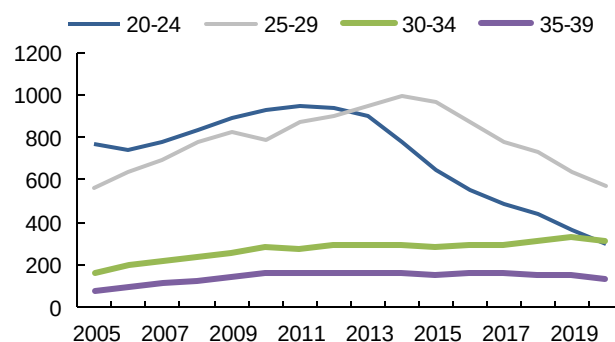


图14：2005-2020 年各年龄段婚姻登记人数变化趋势图



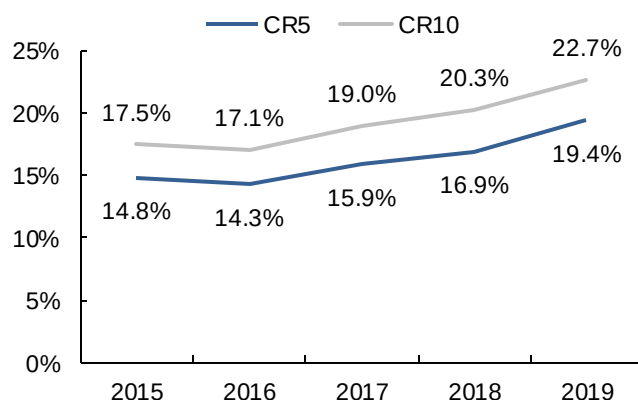
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

资料来源: 民政部, 东兴证券研究所

## 2.2 行业集中度不断加强, DR 有望跻身珠宝业前列

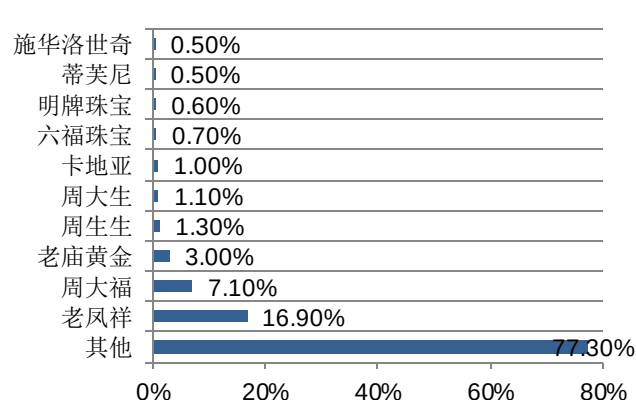
中国珠宝首饰行业的集中度持续提升。珠宝首饰行业竞争激烈, 不仅有内地品牌间的相互竞争, 港资及外资品牌也进一步加剧了竞争局势。对于消费者来说, 更加看重品牌的知名度和信任度, 促使市场销量逐步向头部企业聚集, 行业集中度持续升高, CR5、CR10 从 2015 年的 14.8%、17.5% 提高至 2019 年的 19.4%、22.7%, 且保持上升趋势。

图15: 内地珠宝首饰行业集中度



资料来源: Euromonitor, 东兴证券研究所

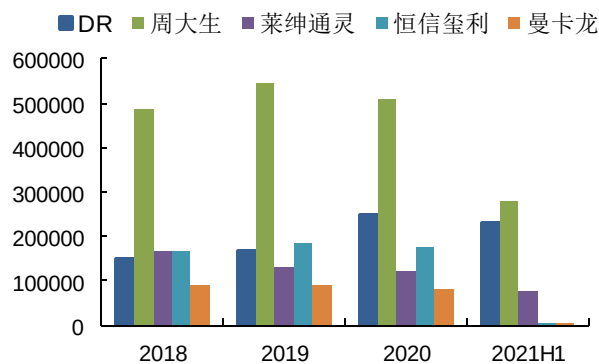
图16: 2019 年内地前十大珠宝品牌市场占有率情况



资料来源: Euromonitor, 东兴证券研究所

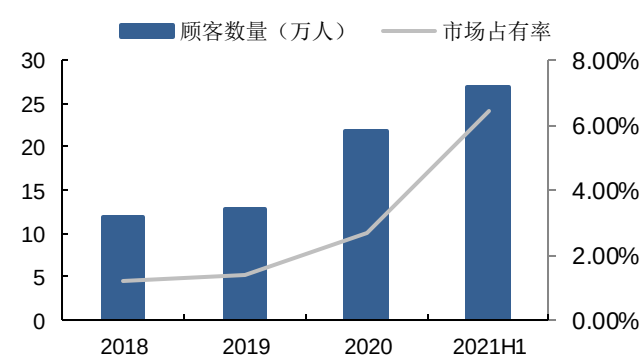
DR 品牌发展势头强, 有望跻身珠宝市场前列。根据公司 2020 年收入水平以及国内 707 亿的钻石需求总额计算, 公司在钻石饰品市场的占有率约 3.48%。2020 年公司收入规模约为内地珠宝市场第五大品牌周大生的一半, 而 2021 年上半年公司收入体量快速提升至周大生的约八成, 在珠宝行业集中度不断提升的背景下, DR 品牌仍有望跻身内地珠宝市场前列。此外, 在公司定位的细分领域婚庆类钻饰行业中, DR 品牌市占率快速提升, 若按公司顾客数量占国内结婚登记对数计算 DR 品牌在我国婚戒市场的渗透率, 该数据从 2018 年的 1.18% 快速上升到 2021 年上半年的 6.47%, 渗透率呈现加速提升态势, DR 品牌在婚庆类钻石饰品领域市场地位得到快速提升。伴随公司门店的进一步铺设, 未来仍存在较大的市场潜力和发展空间, 市占率有望进一步提升。

图17: 中国钻饰企业经营收入数据情况



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图18: 公司顾客数量和市场占有率变化情况



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

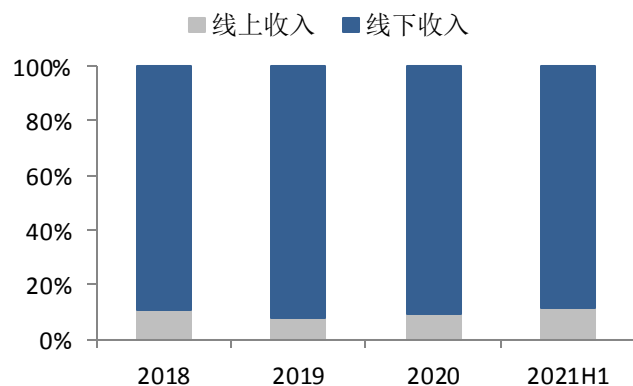
### 3. 全自营模式快速扩张, 渠道建设巩固竞争优势

#### 3.1 线上线下多渠道布局, DTC 模式提升流量竞争力

**全直营线下门店确保服务质量。**珠宝首饰具有单价高、佩戴体验感强、店铺形象和曝光度对品牌塑造影响大等特点, 行业销售仍以线下渠道为主, 公司不断拓宽线下门店网络并覆盖全国大多城市, 为消费者提供周到的实体店服务体验。DR 品牌现有门店总计 375 家, 虽然门店总数量较行业中可比公司的开设数量有所差距, 但公司所有门店均为自营店, 且在 2019 年开始公司自营门店数为 302 家, 超过行业可比公司的最高水平 (周大生与莱绅通灵均开设 278 家自营门店)。全自营模式形成统一运作, 巩固品牌整体形象和内涵。DR 品牌内涵为公司开拓了具有较强竞争优势的细分市场。全自营模式使得所有门店的管理、运营工作均由公司统一组织开展, 统一品牌的形象并保障购买规则的严格执行, 为消费者提供良好的购物体验, 并进一步巩固了品牌形象建设和内涵推广。

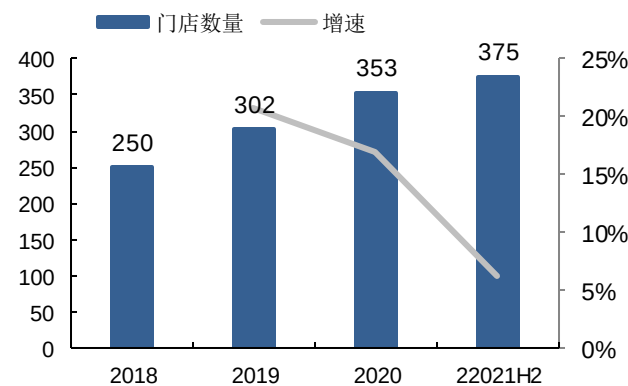
**多层次消费渠道优化服务体验, 全方位线上布局提高竞争优势。**当前的大众消费场景明显倾向于线上渠道, 公司紧跟消费者的消费习惯变化, 从官网到小程序、天猫、京东旗舰店等渠道拓展线上销售平台建设, 为消费者提供全方位的互联网平台服务并为品牌起到良好的引流功能。通过技术手段和渠道建设, 公司充分发挥线上平台的便捷高效与线下门店的消费体验, 为消费者提供线上线下融合贯通的购买服务。

图19: DR 主营收入的渠道占比情况



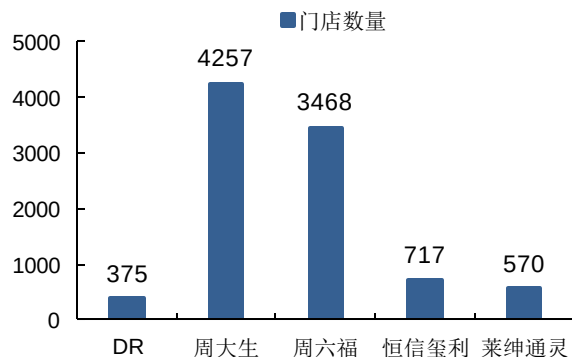
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图20: DR 线下门店数量及增速情况



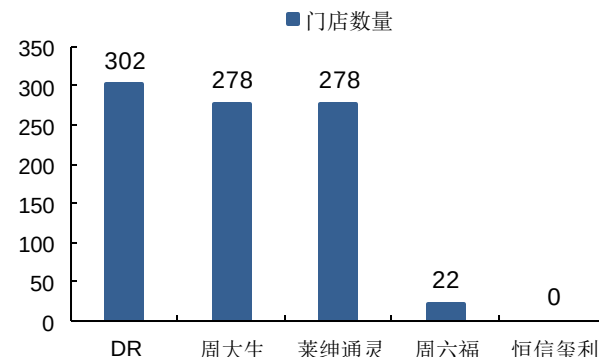
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图21: 2021 年珠宝各大品牌的门店数量对比



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图22: 珠宝各大品牌自营门店数量情况

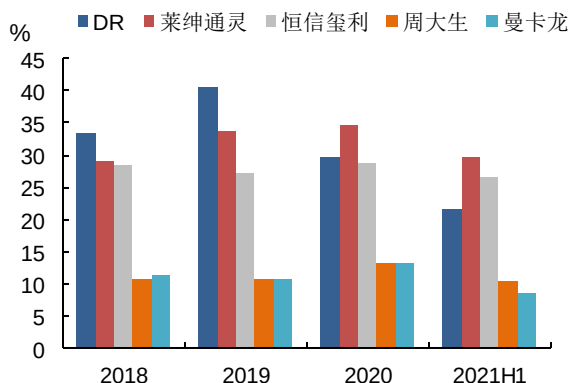


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

通过 DTC 模式进行互联网营销, 带动品牌内涵的影响力扩张。公司为契合自身品牌内涵, 采取全自营模式开设线下门店, 使得渠道拓展不及行业平均水平。但是公司通过线上互联网平台实现品牌推广和运营, 弥补了渠道拓展上的不足, 抓住互联网时代下的流量红利并投入充足的宣传推广费用, 强化品牌的线上形象塑造和消费者引流。公司采用 DTC(Direct To Consumer)的模式, 直接面对消费者进行互动, 与消费者产生情感共鸣并增强消费者的品牌认同感, 在微博、微信、抖音、快手等知名互联网平台拥有累计超过 2000 万粉丝, 大幅高于竞争品牌, 品牌影响力持续扩张。

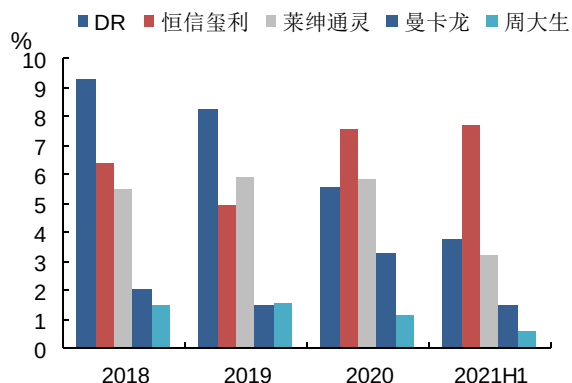
抓住各个时期流量红利, 推动公司业绩增长。公司紧跟互联网潮流走势, 不断调整和优化推广投入结构。在 2018 年-2019 年抓住社交媒体的流量红利, 加大微信、微博等社交平台的宣传投入, 为公司带来了大量粉丝并加强了品牌内涵的曝光度和知名度。2020 年开始, 以抖音为代表的短视频平台快速发展, 公司顺应流量热点趋势, 加大对于短视频平台的推广投入, 迎来了公司业绩的飞速增长。

图 23: 销售费用率与同行业可比公司的对比情况



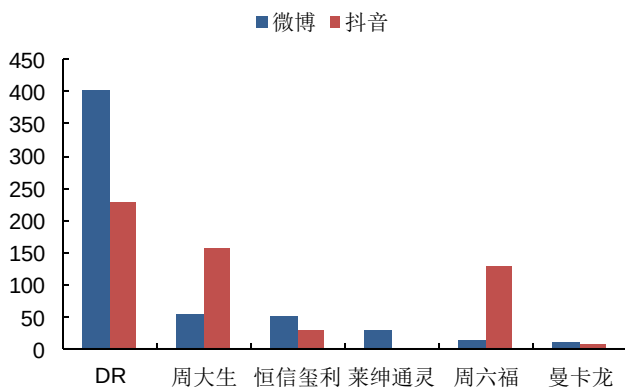
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图 24: 宣传推广费用率与同行业可比公司的对比情况



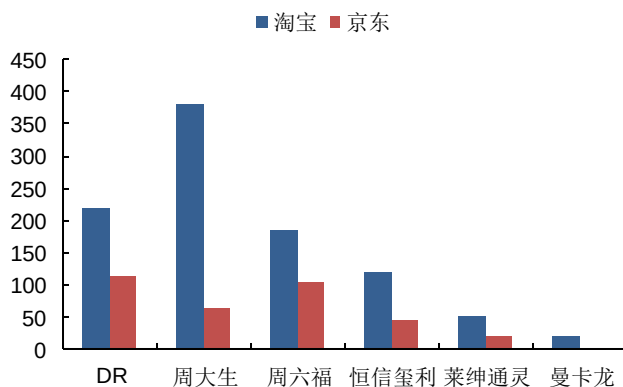
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图 25: 同行业公司的平台粉丝数对比 (万)



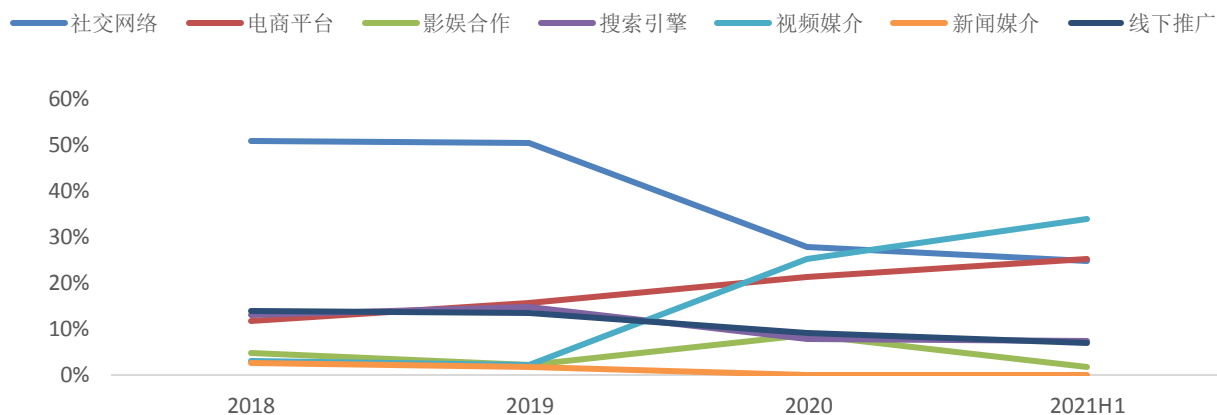
资料来源: 抖音、微博, 东兴证券研究所

图 26: 同行业公司的线上渠道粉丝数对比 (万)



资料来源: 淘宝旗舰店、京东旗舰店, 东兴证券研究所

图27：公司各渠道推广费用占比情况



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

### 3.2 全面覆盖建设渠道网络，巩固可持续发展优势。

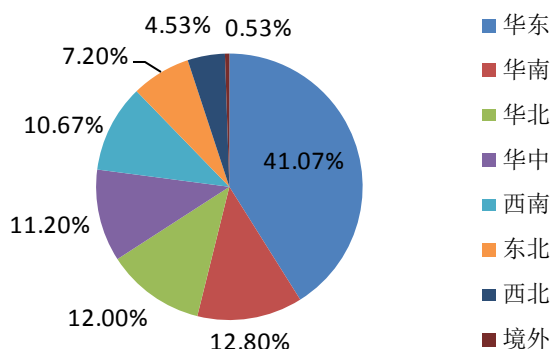
全自营线下门店网络快速扩张，店均收入水平与地区居民可支配收入基本匹配。线下门店作为公司收入主要来源，2018-2020 年线下收入占主营业务收入的比例分别为 89.16%、92.33%、90.89%。品牌线下渠道网络不断扩张，2018-2020 年线下门店数量分别为 250 家、302 家、353 家。自营门店集中开设在一线城市，且以华东地区为主，截至 2020 年末，华东地区门店数量占比达 40.51%，收入前五大城市的门店数量占比为 22.38%。境内除华中和西北地区外，区域门店的店均收入与所在区域的店均居民可支配收入具有较高的匹配性。

图28：公司自营门店分布（截至 2021 年 6 月末）



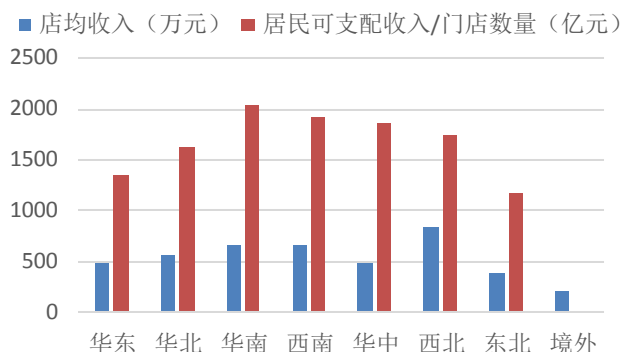
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图29: 2020 年 DR 不同区域门店占比情况



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图30: 2019 年 DR 不同区域门店店均收入对比情况



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

门店扩张策略阶段性变化、新设门店具有半年爬坡期、品牌初步探索短视频新媒体三方面因素导致前期（2018-2019 年）公司门店数量增速快于主营业务收入增速。DR 品牌在早期主要专注于在流量密度高的城市开设门店并且铺设数量较少，而得益于互联网突破地域且高效的宣传推广，为品牌带来了众多的消费者，因此店均营业收入较高。2018 年开始，公司关注提升消费者体验和培育线下流量入口等，大量布局和开设线下门店，增加线下渠道数量并提升店铺分布密度，而大规模的同城店铺数量上升所产生的分流相应导致发行人店均营业收入的较快下降。结合零售行业线下渠道的特点，新设立的门店往往需要一定的时间来建立在周边消费群体中的人气和品牌形象，同时门店相关人员需要一定的磨合期来培养业务熟练度和服务规范，因此新的线下门店具有一定的爬坡期，在此期间公司的店均收入往往会受到一定程度的影响。2019 年，随着短视频平台的快速发展和火热，公司开始尝试探索短视频媒体宣传运营，而持续的摸索也影响了营业收入的增长。

阶段性门店扩张完成后，门店收入提升速度超过门店数量增速。2020 年开始，公司侧重扩张线下渠道网络规模，填补空白城市、空白商圈为主。2020 年平均门店数量同比增长 11.91%，较 2018 年的 111.90%和 2019 年的 55.62%，门店开设增速明显放缓。2020 年公司新开设门店 68 家，其中 30 家位于空白城市，占比 44.12%。门店扩张增速放缓和空白城市门店开设占比大，大大降低了分流效应。公司对于门店运营管理的优化和多渠道品牌形象宣传和运营的开展，新开业门店爬坡期所带来的影响大幅削弱。2020 年店均收入 717.44 万元，同比增长 33.76%，回升至 2018 年相近水平，且 2021 年上半年度延续了良好的增长趋势。

表2: DR 已有线下门店平均单店收入

|              | 2018       | 2019      | 2020      | 2021H1    |
|--------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 期末门店数量 (家)   | 126        | 231       | 285       | 348       |
| 销量 (万件)      | 12.25      | 14.71     | 23.98     | 25.43     |
| 平均单价 (元/件)   | 9,001.35   | 9243.48   | 8819.31   | 7928.66   |
| 销售收入 (万元)    | 110,263.84 | 135977.13 | 211484.46 | 201590.91 |
| 收入占比 (%)     | 84.67      | 91.69     | 95.19     | 98.22     |
| 店均收入 (万元)    | 862.00     | 562.86    | 726.54    | 577.9     |
| 店均营业面积 (m2)  | 102.63     | 93.20     | 91.12     | 88.05     |
| 月坪效 (元/m2/月) | 7,220      | 5032.87   | 6644.61   | 10939.07  |

|                               | 2018  | 2019    | 2020    | 2021H1  |
|-------------------------------|-------|---------|---------|---------|
| 单位面积租金成本（元/m <sup>2</sup> /月） | 539   | 603.55  | 662.38  | 826.18  |
| 单位面积装修成本（元/m <sup>2</sup> ）   | 6,015 | 3975.95 | 4769.60 | 5390.31 |

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

表3：DR 新增线下门店平均单店收入

|                               | 2018     | 2019     | 2020     | 2021H1  |
|-------------------------------|----------|----------|----------|---------|
| 期末门店数量（家）                     | 124      | 71       | 68       | 27      |
| 销量（万件）                        | 2.3      | 1.41     | 1.32     | 0.5     |
| 平均单价（元/件）                     | 8661.86  | 8752.15  | 8076.19  | 7343.01 |
| 销售收入（万元）                      | 19959.51 | 12331.78 | 10683.18 | 3661.22 |
| 收入占比（%）                       | 15.33    | 8.31     | 4.81     | 1.78    |
| 店均收入（万元）                      | 397.2    | 353.18   | 574.88   | 281.63  |
| 店均营业面积（m <sup>2</sup> ）       | 83.49    | 85.08    | 75.45    | 76.54   |
| 月坪效（元/m <sup>2</sup> /月）      | 3964.67  | 3459.12  | 6349.33  | 6132.91 |
| 单位面积租金成本（元/m <sup>2</sup> /月） | 622.35   | 706.69   | 716.47   | 496.14  |
| 单位面积装修成本（元/m <sup>2</sup> ）   | 4259.82  | 4377.87  | 4550.72  | 5485.21 |

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

表4：DR 合计线下门店平均单店收入

|                               | 2018      | 2019      | 2020      | 2021H1    |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 门店数量（家）                       | 250       | 302       | 353       | 375       |
| 销量（万件）                        | 14.55     | 16.12     | 25.3      | 25.92     |
| 平均单价（元/件）                     | 8947.6    | 9200.53   | 8780.46   | 7917.4    |
| 销售收入（万元）                      | 130223.36 | 148308.91 | 222167.63 | 205252.14 |
| 收入占比（%）                       | 100       | 100       | 100       | 100       |
| 店均收入（万元）                      | 730.91    | 536.38    | 717.44    | 567.26    |
| 店均营业面积（m <sup>2</sup> ）       | 97.23     | 92.17     | 90.18     | 87.63     |
| 月坪效（元/m <sup>2</sup> /月）      | 6412.77   | 4849.42   | 6629.79   | 10788.27  |
| 单位面积租金成本（元/m <sup>2</sup> /月） | 559.41    | 615.57    | 665.1     | 815.82    |
| 单位面积装修成本（元/m <sup>2</sup> ）   | 4429.63   | 4249.45   | 4618.86   | 5450.49   |

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

未来，强化一线城市渗透，布局二三线核心商圈。公司 IPO 融资金额用途中，除了补充流动资金外，绝大多数资金用于未来渠道网络建设。随着二三线城市经济崛起，钻石类首饰市场需求逐渐扩散至二三线城市，需求的日趋分散化对企业渠道建设提出了更高的要求。公司将抓紧发展机遇，通过加强渠道网络建设和扩大渠道网络的覆盖范围，提高品牌市场占有率，促进销量的进一步增长。公司将开设旗舰店和标准店，加强一线城市核心商圈的渗透力度，并且布局建设二三线及其他城市的核心商圈市场，强化品牌的消费者服务能力，满足客户的多元化需求，促进公司的可持续发展。

利用渠道网络强化品牌形象, 巩固品牌核心竞争力。持续扩张的渠道门店将有助于公司不断强化自身品牌形象, 不断巩固已经塑造起的独特品牌理念, 通过渠道网络向消费者持续输出 DR 的品牌理念和文化, 进一步提高品牌知名度和认可度, 巩固公司核心竞争优势, 为品牌的长期发展奠定良好基础。

表5: 公司 IPO 募集资金用途

| 项目名称             | 投资总额       | 募集资金投入金额   |
|------------------|------------|------------|
| 渠道网络建设项目         | 73,921.40  | 73,921.40  |
| 信息化系统建设项目        | 11,047.45  | 11,047.45  |
| 钻石珠宝研发创意设计中心建设项目 | 5,389.93   | 5,389.93   |
| 补充营运资金项目         | 38,000.00  | 38,000.00  |
| 合计               | 128,358.78 | 128,358.78 |

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

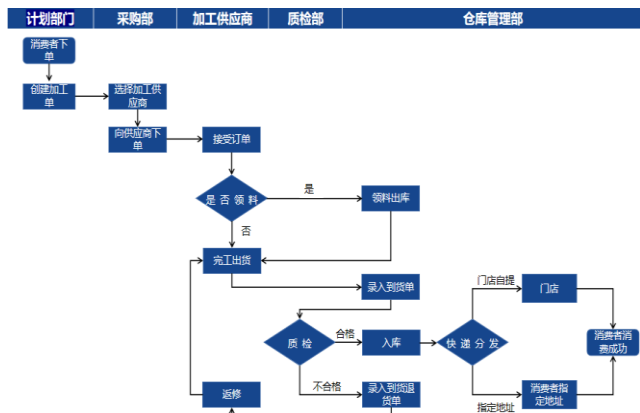
## 4. 信息系统高效灵活, 供应链体系保障业务开展

搭建供应链体系和信息管理系统, 保障公司运营效率和经营质量。公司构建起灵活高效的信息管理系统架构, 并在此基础上持续进行数字化探索和应用创新, 实现公司整体业务和服务的高效开展。同时信息管理系统协助供应链系统完善业务流程, 确保定制销售模式中各个环节的顺利开展, 以及产品的如期交付。

### 4.1 供应链体系保障高库存周转

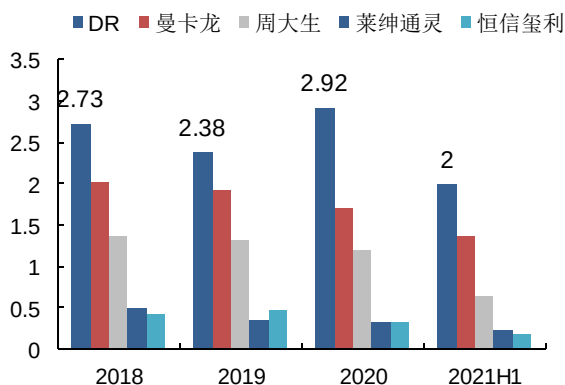
建立高效的供应链管理体系, 保障运营效率。公司线上线下全面的销售渠道和定制化为主要的销售模式对公司整体供应链管理提出了较高的要求, “以需定产”的备货模式要求供应链高效运作, 支撑大规模的定制销售并确保产品的及时交付。公司的供应链体系贯穿采购、生产、交付全环节, 协同自身供应链中心、委托加工供应商和钻石供应商, 充分调动供应商产能和库存, 保障货品质量和如期交付。品牌通过自身供应链管理平台, 实现多渠道共享库存、自动供应商派单等功能, 有效提升供应链的整体协同效应, 实现供应链各个环节的高效运作。整套供应链管理体系保证了公司存货周转率显著高于同业, 让公司能够维持较低的开店成本和良好的现金流来开展业务。

图31: 产品服务流程图



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图32: 各品牌存货周转率



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

采用委外加工的生产方式。得益于供应链中心所在地的完整产业链和优质资源，采取委外加工的生产模式，并设立严格的委外加工生产标准，确保生产过程的高效开展。通过供应链中心实现委外加工生产，支撑大规模定制销售产品的如期完成，充分利用外部生产力量提升公司经营效率，让公司能够专注于品牌建设、渠道扩张、产品研发和供应链整合等核心工作环节，有助于提升公司的经营效益。

**表6：珠宝行业各公司委托加工模式**

| 公司名称 | 委托加工模式            |
|------|-------------------|
| 莱绅通灵 | 提供部分原材料           |
| 恒信玺利 | 提供主石/均不提供         |
| 周大生  | 提供全部生产材料          |
| 曼卡龙  | 提供所有或部分原料、辅料      |
| 周六福  | 提供全部生产材料          |
| 迪阿股份 | 提供 0.03 克拉以上钻石原材料 |

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

## 4.2 完备的信息系统管理体系，支撑企业高效运营管理

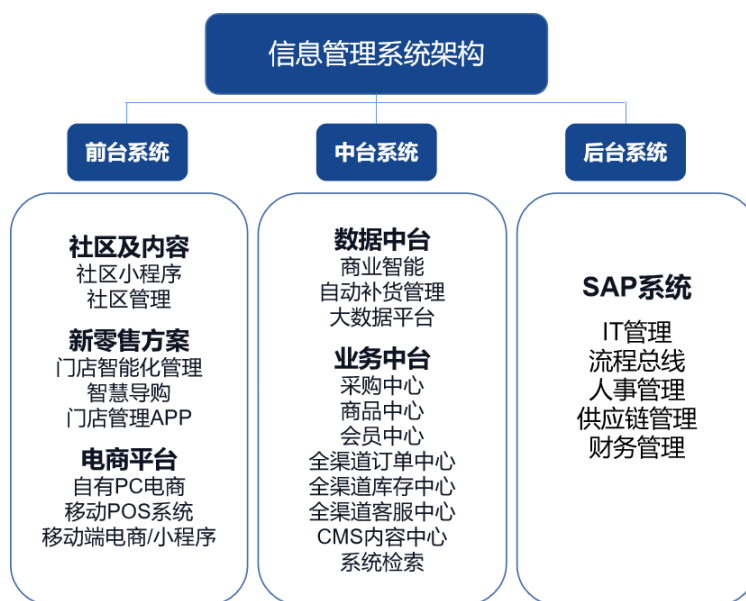
**建立和完善信息系统管理体系，为品牌定制和全自营服务模式提供有力支撑。**公司大力发展线上和线下融合的珠宝定制经营平台，持续投入建设系统化的信息系统。目前，公司建立了集合前中后台为一体的信息系统管理体系，能够契合自身业务模式要求，并有助于提升公司整体运营和管理效率。

**前台系统实现渠道流量的统一管理。**前台系统集中连接并管理线上和线下销售渠道，高效汇聚各个渠道的订单并及时响应，维护前端各个门店和平台间的相互协调，确保品牌宣传和客户维护的顺利开展，保障用户的优质购买体验。**前台系统与智慧门店系统共同实现融合贯通全渠道。**公司通过包含官网、小程序、门店系统、智慧导购等在内的前台系统，统计收集线上各平台的数据，指导线下渠道建设和流量接入。此外，借助智慧门店系统实现线下数据的数字化功能，打造线下渠道流量入口来承接线上流量数据。通过前台系统和智慧门店系统，打通整体数据通路，高效汇集和转化不同渠道和平台的数据，为消费者提供多渠道融合贯通的消费体验。

**中台系统成为内部运营管理的核心组成。**业务中台抽象业务流程共性形成业务服务能力；数据中台通过对数据进行分析处理，实现数据价值变现，提升决策分析能力并为公司的整体运营提供有力支持。中台系统实现公司全部经营活动的运营自动化、管理网络化，协助供应链管理中心展开供应链管理和运营，确保业务的高效开展。

**后台系统为公司整体管理提供支持。**依托于 SAP 定制化开发，具有严谨性和稳定性，满足内控管理和财务审计的要求，服务于前台和中台最终经营成果和财务核算，涵盖了基础数据管理、订单集成、财务会计的功能，保障公司业务的长期稳健发展和规范运作。

**采用大数据技术协助公司运营和管理的顺利展开。**基于 IT 系统，提高业务运营效率并为公司经营活动提供支持。基于客户群体和市场洞察，为品牌运营活动的开展提供文案设计和服务优化。基于系统平台搜集的全渠道海量数据进行精细化分析，挖掘销售机会并提高销售效率，协助管理人员做出科学、合理的经营决策。

**图33：信息系统管理体系结构**


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

## 5. 投资建议与风险提示

### 5.1 投资建议

迪阿股份通过品牌价值观建设与增值服务，构筑起较高的品牌溢价能力；踩准短视频营销机遇快速聚拢粉丝，传递并强化“一生只送一人”的品牌理念，确立独特品牌定位；通过全自营模式快速扩张，未来仍将进一步进行渠道扩张，持续巩固竞争优势；不断强化信息化建设，提升运营管理效率。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 13.0、18.5、24.1 亿元，对应 EPS 分别为 3.25、4.63、6.04 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 29、20、16 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 5.2 风险提示

**宏观消费方面：**宏观经济增长不及预期，居民人均可支配收入增速下降，居民对珠宝类饰品消费支出减少。

**行业空间方面：**结婚率持续大幅下降，婚庆类钻饰行业发展降速。

**公司发展方面：**渠道扩张不及预期，市场竞争加剧，珠宝类存货跌价，客户个人信息安全问题。

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           |       |       | 单位：百万元 |       |       | 利润表            |        |         | 单位：百万元  |        |        |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
|                 | 2019A | 2020A | 2021E  | 2022E | 2023E |                | 2019A  | 2020A   | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 884   | 1619  | 2682   | 4014  | 5652  | <b>营业收入</b>    | 1665   | 2464    | 4623    | 6600   | 8663   |
| 货币资金            | 162   | 181   | 1764   | 2754  | 4026  | <b>营业成本</b>    | 496    | 755     | 1390    | 1988   | 2630   |
| 应收账款            | 83    | 166   | 317    | 449   | 591   | 营业税金及附加        | 94     | 130     | 231     | 330    | 433    |
| 其他应收款           | 4     | 4     | 8      | 11    | 15    | 营业费用           | 674    | 729     | 1110    | 1584   | 2079   |
| 预付款项            | 46    | 43    | 59     | 67    | 87    | 管理费用           | 120    | 160     | 277     | 396    | 520    |
| 存货              | 213   | 297   | 528    | 728   | 927   | 财务费用           | 7      | 11      | 17      | 20     | 24     |
| 其他流动资产          | 32    | 6     | 6      | 6     | 6     | 研发费用           | 5      | 8       | 14      | 20     | 27     |
| <b>非流动资产合计</b>  | 151   | 313   | 246    | 264   | 289   | 资产减值损失         | 1.45   | 7.92    | 9.63    | 12.61  | 18.51  |
| 长期股权投资          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 公允价值变动收益       | 0.00   | 6.03    | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产            | 4     | 3     | 5      | 5     | 5     | 投资净收益          | 9.61   | 16.22   | 22.71   | 31.79  | 44.51  |
| 无形资产            | 6     | 6     | 9      | 14    | 17    | 加：其他收益         | 22.91  | 20.12   | 26.16   | 34.00  | 40.81  |
| 其他非流动资产         | 65    | 68    | 0      | 0     | 0     | <b>营业利润</b>    | 290    | 692     | 1623    | 2315   | 3018   |
| <b>资产总计</b>     | 1035  | 1932  | 2927   | 4278  | 5941  | 营业外收入          | 0.49   | 0.34    | 0.44    | 0.42   | 0.40   |
| <b>流动负债合计</b>   | 358   | 804   | 864    | 922   | 899   | 营业外支出          | 0.44   | 1.05    | 0.70    | 0.73   | 0.83   |
| 短期借款            | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>利润总额</b>    | 290    | 692     | 1623    | 2315   | 3018   |
| 应付账款            | 38    | 111   | 153    | 253   | 312   | 所得税            | 26     | 128     | 325     | 463    | 604    |
| 预收款项            | 112   | 0     | -86    | -297  | -515  | <b>净利润</b>     | 264    | 563     | 1299    | 1852   | 2414   |
| 一年内到期的非流动负债     | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 少数股东损益         | 0      | 0       | 0       | 0      | 0      |
| <b>非流动负债合计</b>  | 8     | 9     | 0      | 0     | 0     | 归属母公司净利润       | 264    | 563     | 1299    | 1852   | 2414   |
| 长期借款            | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>  |        |         |         |        |        |
| 应付债券            | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |                |        |         |         |        |        |
| <b>负债合计</b>     | 366   | 813   | 864    | 922   | 899   | <b>成长能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 少数股东权益          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 营业收入增长         | 10.96% | 48.06%  | 87.60%  | 42.75% | 31.26% |
| 实收资本（或股本）       | 360   | 360   | 400    | 400   | 400   | 营业利润增长         | -19.48 | 138.76% | 134.48% | 42.59% | 30.37% |
| 资本公积            | 42    | 51    | 51     | 51    | 51    | 归属于母公司净利润增长    | -3.18% | 113.44% | 130.55% | 42.59% | 30.37% |
| 未分配利润           | 240   | 641   | 1485   | 2689  | 4258  | <b>获利能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 669   | 1118  | 2061   | 3353  | 5039  | 毛利率(%)         | 70.21% | 69.37%  | 69.94%  | 69.87% | 69.64% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 1035  | 1932  | 2927   | 4278  | 5941  | 净利率(%)         | 15.86% | 22.85%  | 28.09%  | 28.06% | 27.87% |
| <b>现金流量表</b>    |       |       |        |       |       | 总资产净利润(%)      | 25.50% | 29.16%  | 44.36%  | 43.29% | 40.64% |
|                 |       |       |        |       |       | ROE(%)         | 39.43% | 50.37%  | 63.01%  | 55.22% | 47.91% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 357   | 894   | 1011   | 1619  | 2085  | <b>偿债能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 净利润             | 264   | 563   | 1299   | 1852  | 2414  | 资产负债率(%)       | 35%    | 42%     | 30%     | 22%    | 15%    |
| 折旧摊销            | 47.73 | 47.37 | 51.50  | 51.54 | 62.26 | 流动比率           | 2.47   | 2.01    | 3.10    | 4.35   | 6.29   |
| 财务费用            | 7     | 11    | 17     | 20    | 24    | 速动比率           | 1.87   | 1.64    | 2.49    | 3.56   | 5.25   |
| 应收账款减少          | -20   | -83   | -150   | -132  | -143  | <b>营运能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 预收账款增加          | 14    | -112  | -86    | -211  | -219  | 总资产周转率         | 1.86   | 1.66    | 1.90    | 1.83   | 1.70   |
| <b>投资活动现金流</b>  | -266  | -692  | 946    | -54   | -65   | 应收账款周转率        | 23     | 20      | 19      | 17     | 17     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 6     | 0      | 0     | 0     | 应付账款周转率        | 36.67  | 33.19   | 35.10   | 32.52  | 30.67  |
| 长期投资减少          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |        |         |         |        |        |
| 投资收益            | 10    | 16    | 23     | 32    | 45    | 每股收益(最新摊薄)     | 0.73   | 1.56    | 3.25    | 4.63   | 6.04   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -91   | -121  | -375   | -575  | -748  | 每股净现金流(最新摊薄)   | 0.00   | 0.22    | 3.96    | 2.47   | 3.18   |
| 应付债券增加          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)    | 1.86   | 3.11    | 5.15    | 8.38   | 12.60  |
| 长期借款增加          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |         |         |        |        |
| 普通股增加           | 260   | 0     | 40     | 0     | 0     | P/E            | 128.88 | 60.31   | 28.98   | 20.32  | 15.59  |
| 资本公积增加          | 35    | 10    | 0      | 0     | 0     | P/B            | 50.61  | 30.28   | 18.26   | 11.22  | 7.47   |
| <b>现金净增加额</b>   | 1     | 81    | 1582   | 990   | 1272  | EV/EBITDA      | 112.52 | 47.61   | 21.82   | 14.91  | 11.02  |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                  | 日期         |
|--------|-------------------------------------|------------|
| 行业普通报告 | 化妆品行业：1月淘系平台美妆销售疲软，部分中高端国牌市场力持续验证   | 2022-02-08 |
| 行业普通报告 | 多地疫情影响12月社零表现，可选消费整体较为疲软            | 2022-01-17 |
| 行业普通报告 | 商社行业：离岛免税完成预定目标，2022年有望持续发力         | 2022-01-10 |
| 行业普通报告 | 化妆品行业：核心国货美妆品牌表现持续亮眼，多平台竞争望激发市场活力   | 2022-01-05 |
| 行业普通报告 | 商社行业：元旦出行数据同比回落，PMI改善看好酒店商务需求复苏     | 2022-01-04 |
| 行业普通报告 | 多地疫情影响11月社零表现，双11大促下美妆品类较为亮眼        | 2021-12-16 |
| 行业普通报告 | 商社行业：可选消费持续复苏，聚焦高品质龙头               | 2021-12-13 |
| 行业普通报告 | 化妆品行业：双11大考下国货美妆品牌成绩斐然，淘系平台销售进一步被分割 | 2021-12-07 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”，2021年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第二名”。

## 研究助理简介

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

### 刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526