

消费升级与娱乐研究中心

迪阿股份 (301177.SZ) 买入 (首次评级)

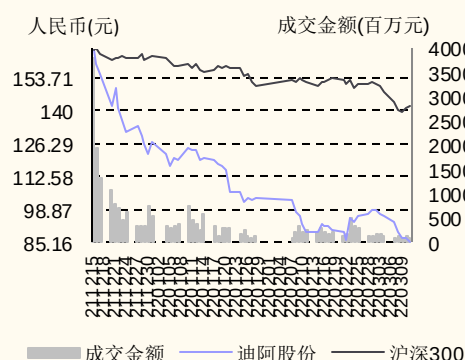
公司深度研究

市场价格 (人民币): 85.16 元

目标价格 (人民币): 104.07 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	0.34
总市值(亿元)	340.65
年内股价最高最低(元)	165.01/85.16
沪深 300 指数	4307
创业板指	2665



品牌势能为基，拓店助力增长

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,665	2,464	4,623	6,104	7,977
营业收入增长率	10.96%	48.06%	87.57%	32.05%	30.67%
归母净利润(百万元)	264	563	1,302	1,665	2,133
归母净利润增长率	-3.18%	113.44%	131.11%	27.91%	28.09%
摊薄每股收益(元)	0.73	1.56	3.25	4.16	5.33
每股经营性现金流净额	0.98	2.40	2.71	4.21	5.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	39.43%	50.37%	19.77%	21.11%	22.12%
P/E	N/A	N/A	29.80	23.30	18.19
P/B	N/A	N/A	5.89	4.92	4.02

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **钻饰新龙头，营收、业绩展现高成长性：**公司主营求婚钻戒、结婚对戒销售，2020 年以来营收、业绩提速明显，营收/归母净利润分别实现 24.65 亿元/5.63 亿元，同比增长 48.06%/113.44%。根据 21 年度业绩预告，营收/归母净利润增速分别达到 87.6%/131.1%，延续高增长趋势。
- **本文基于市场对公司的关注点展开以下几点思考：**(1) 针对行业规模在结婚率下行趋势下的增长空间问题，我们认为，钻石行业整体规模近千亿元且集中度提高趋势明显，增量人群消费能力强、意愿高，存量人群有望拓宽新场景；(2) 对于品牌势能壁垒是否足够深厚的问题，我们认为公司围绕品牌内涵首创独特购买规则且提供一系列附加服务，定价高于同类竞品 20%-40% 且毛利率稳定在 70% 高位，强定价权下品牌力有所体现；(3) 公司采取品牌驱动的获客模式，并采取差异化经营策略，定制化交付模式、设计与短视频营销共同赋能改善运营效率、提升业绩能力。
- **渠道空间测算：未来公司门店数有望达到 1600 家以上。**截至 2020 年底传统珠宝品牌周大生共有门店 4189 家；与公司定位相似的恒信玺利、莱绅通灵门店数分别为 716/587 家。我们认为公司目前门店基数较低，未来几年有望保持高于同业的速度进行拓店。在我们的测算模型下，未来公司总门店开店空间在 1611 家，其中一线城市 312 家（占比 19%）、新一线城市 510 家（32%）、二线城市 498 家（31%）、三线及四线城市 291 家（18%）。

盈利预测及投资建议

- 公司盈利及营运指标优于同业，未来受益于加速空白区域拓店、门店运营提升以及市占率提升带来收入增长。预计公司 21-23 营收 46.2/61.0/79.8 亿元，同增 88%/32%/31%；归母净利润 13.0/16.7/21.3 亿元，同增 131%/28%/28%，对应 EPS 为 3.25/4.16/5.33 元。给予 22 年 25 倍 PE，目标价 104.07 元，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示

- 对品牌价值及购买规则维护不力，快速开店导致经营管理能力不足，结婚人数下滑加速，流量红利消失，限售股解禁。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

收入端拆分为线上营收、线下直营、线下联营、经销及其他。

(1) 线上: 2020 年公司重点布局短视频平台吸引年轻消费者, 叠加疫情影响线下门店经营导致客流转移到电商平台, 线上营收同比增长 76%。2021-23 年随着公司在短视频、社交媒体的进一步发力, 品牌认知度提高继续带动线上营收高增长, 预计 2021-23 线上营收分别实现 5.1/9.1/14.4 亿元, 同比增长 128%/78%/59%。毛利率稳定在 68%-70% 区间内。

(2) 线下直营: 2019-20 年公司净增门店 41/47 家, 主要覆盖高线城市核心商圈, 并把控开店密度以优先覆盖空白区域。随着公司将 7.4 亿募集资金用于渠道拓展, 我们认为公司将加大开店力度覆盖一二线城市优质次核心/区域商圈及下沉低线城市核心商圈, 2021-23 净增门店 221/138/167 家, 高速拓店下店效略有下降, 同比+8%/-3%/-2%。综上, 我们预计公司 2021-23 线下直营收入达到 37.1/45.3/55.5 亿元, 同比增长 82%/22%/23%。毛利率稳定在 71% 左右水平, 与往年基本一致。

(3) 线下联营: 整体占比不足 10% 体量较小, 我们预计 2021-23 该部分营收 3.7/6.3/9.4 亿元, 同比增长 95%/72%/50%。毛利率维持在 70% 左右。

费用端公司计划将部分募集资金用于渠道开拓、信息系统及研发中心建设, 预计拓店提速将带来较高的门店租金、装修以及铺货费用, 且信息化建设带来的开发费用等导致管理费用提升。但考虑到公司营收快速增长带来的规模效应, 我们预计 2021-23 销售费用率为 27%/30%/30%, 管理费用率为 4.0%/3.7%/3.6%。

■ 本文亮点

本文主要从市场对公司的关注点出发, 围绕公司的核心竞争优势和未来增长空间展开探讨。

我们认为公司以“一生只送一人”打造独特的品牌价值作为品牌壁垒, 自营模式及强定价能力保证优势足够稳固; 而公司以定制化进行交付, 并通过产品、营销共同赋能提高品牌的影响力。其次, 我们认为钻石行业规模近千亿、留给公司很大的成长空间, 而 Z 世代高消费力与存量人群开发有望带来市占提升。公司在渠道方面高质量拓店以覆盖空白区域、经营效率改善与品牌势能提升带来单店效益提升。根据我们的预测, 未来公司门店数有望达到 1600 家以上。

■ 股价上涨的催化因素

渠道高质量扩张/单店店效改善带来的业绩提升, 品牌力增强带来的产品价格提升及市场份额提升。

■ 估值和目标价格

品牌势能驱动下的高质量拓店与经营效益改善, 长期增长动力足。参考 A 股可比公司, 给予 22 年 25 倍 PE, 目标价 104.07 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

对品牌价值及购买规则维护不力, 快速开店导致经营管理能力不足, 结婚人数下滑加速, 流量红利消失, 限售股解禁。

内容目录

投资要件	2
1、钻饰行业新龙头，营收、业绩展现高成长能力	6
2、围绕公司核心竞争优势的几点思考	7
2.1、思考 1：结婚率持续下行，公司从何处获得新增量？	7
2.1.1、规模：疫后珠宝景气度恢复，高价钻饰需求抬升	7
2.1.2、消费者画像：Z 世代步入适婚年龄，存量人群拓宽钻饰消费场景	8
2.1.3、格局：市场集中度提升，品牌力带动国产珠宝突围	9
2.2、思考 2：品牌势能筑起的壁垒，是否足够坚固、足够深厚、足够持久？	11
2.2.1、业内首创独特购买规则，自营为本、品质服务坚守	11
2.2.2、情感价值赋予品牌强定价权，盈利能力优越	13
2.2.3、品牌概念先入为主，模式具有领先性	14
2.3、思考 3：公司有哪些区别于其他珠宝品牌的经营方式？	15
2.3.1、“定制化”契合品牌势能打法，铺货轻、周转快	15
2.3.2、推出产品“精而不简”，围绕经典款打造强矩阵	16
2.3.3、营销放大品牌效应，重视输出媒介与内容	18
3、从渠道空间测算看公司未来增长潜力	19
3.1、现状：门店数远低于同业，店效、坪效持续改善	19
3.1.1、持续扩店覆盖空白区域，门店数仍低于同业	20
3.1.2、店效、坪效随开店放缓持续提升，新店爬坡期缩短	21
3.2、空间测算：未来开店规模有望超过 1600 家	22
4、盈利预测与投资建议	23
4.1、盈利预测	23
4.2、可比估值	24
5、风险提示	25

图表目录

图表 1：钻石产业链	6
图表 2：2017-1H21 公司总营收及增速（百万元，%）	7
图表 3：2017-1H21 公司归母净利润及增速（百万元，%）	7
图表 4：2011-2021 中国大陆珠宝行业市场规模及增速（亿元，%）	7
图表 5：2020 年中国珠宝细分品类市场结构（%）	7
图表 6：2002-2020 钻交所钻石进口交易额（亿美元）	8
图表 7：我国 2010-2020 年登记结婚对数及增速（万对，%）	8
图表 8：Z 世代不同时尚品类年均消费额 TOP4（元/人）	8
图表 9：除订婚戒指外我国钻石饰品在不同消费场景占比（%）	9
图表 10：2018-1H21 迪阿股份消费者年龄结构（%）	9

图表 11: 2018-1H21 公司不同购买频次的消费者收入占主营业务收入比重 (%)	9
图表 12: 2018-1H21 公司换货金额占主营业务年收入比重 (%)	9
图表 13: 2015-2020 中国/美国/日本珠宝行业 CR3 (%)	10
图表 14: 2015-2020 中国/美国/日本珠宝行业 CR8 (%)	10
图表 15: 中国珠宝首饰行业主要品牌	10
图表 16: 2015-2020 各珠宝品牌市占率 (%)	10
图表 17: 主要珠宝品牌品类、价格、客群定位及主要系列	11
图表 18: DR 品牌求婚钻戒购买及鉴定规则	11
图表 19: 公司包含身份证明的订单收入金额及占比 (百万元, %)	12
图表 20: DR 统一门店形象	12
图表 21: DR 及对比公司自营门店占比情况 (%)	12
图表 22: DR 品牌独家推出真爱协议和爱的确认书	13
图表 23: DR 品牌提供一站式结婚专属服务	13
图表 24: 2018-1H21 DR 不同钻重区间产品销售额占比 (%)	13
图表 25: 2018-1H21 DR 不同钻重区间产品平均单价 (万元)	13
图表 26: 不同品牌相似规格钻戒价格 (元)	14
图表 27: 2017-1H21 同业公司毛利率比较 (%)	14
图表 28: 品牌驱动与渠道驱动下的获客逻辑差异	15
图表 29: DR 品牌定制化交付流程	16
图表 30: 定制化销售和现货销售优劣势比较	16
图表 31: 珠宝公司存货周转天数 (天)	16
图表 32: 各珠宝品牌官网在售系列及 SKU 统计 (个, %)	17
图表 33: 2018-1H21 公司分品类营收及占比 (百万元, %)	17
图表 34: 2018-1H21 销售额排名前五款式均来自经典及经典系列延伸款	17
图表 35: 不同设计方式的产品销售数量占比 (%)	18
图表 36: 2018-1H21 公司主要推广渠道投放费用占比 (%)	18
图表 37: 公司与同业销售费用率对比 (%)	18
图表 38: 珠宝品牌在各平台粉丝数对比 (万)	19
图表 39: 各品牌在小红书/微信公众号内容发帖数 (条)	19
图表 40: 珠宝品牌热度排名前三的微博话题统计	19
图表 41: 公司线上/线下渠道营收及增速 (百万元, %)	20
图表 42: 公司线下各渠道营收及直营店占比 (百万元, %)	20
图表 43: 2017-1H21 公司门店数量及净变动值 (家)	20
图表 44: 可比公司 2018-1H21 门店数及增速 (家, %)	20
图表 45: 2018-1H21 公司不同区域门店数量及净变动值 (家)	21
图表 46: 2018-1H21 公司各区域门店店均收入 (万元)	21
图表 47: 2018-1H21 公司年店均收入及增速 (万元, %)	21
图表 48: 2018-1H21 公司新旧门店坪效、增速以及新增已有门店月坪效比重	

(元/平方米/月, %)	21
图表 49: 商圈开店测算公式	22
图表 50: 开店空间测算结果	22
图表 51: 迪阿股份营收拆分 (百万元, %)	24
图表 52: 可比公司估值	25

1、钻饰行业新龙头，营收、业绩展现高成长能力

迪阿股份致力于珠宝首饰的品牌运营、定制销售和研发设计，主打为婚恋人群定制高品质的求婚钻戒、结婚对戒等饰品。公司前身茵赛特咨询成立于2010年4月，2015年实控人股权转让后公司变更为深圳市戴瑞珠宝有限公司，转做珠宝行业，2019年戴瑞有限变更为迪阿股份，并凭借“一生仅能定制一枚”的独特情感内涵成为钻饰行业新龙头。从股权结构来看，公司实控人夫妇张国涛、卢依雯合计持股比例超98%，公司股权高度集中、结构稳定。

公司于2021年12月15日在创业板上市，共发行4001万股，发行价格为116.88元。根据招股书，公司计划将募集资金中7.39亿元用于渠道网络建设项目，完善线下销售渠道布局，1.10亿元用于信息化系统建设项目以实现自动化、网络化、智能化运营，0.54亿元用于钻石珠宝研发创意设计中心建设项目，另外3.8亿元用于补充营运资金。

公司位于钻石产业链下游端。钻饰珠宝行业上游主要是负责矿藏开采和毛坯钻生产的原材料供应商，目前埃罗莎（ALROSA）、戴比尔斯（DeBeers Group）、力拓（Rio Tinto）等几大巨头市场份额领先，竞争格局上高度垄断；中游主要是对毛坯钻进行切割和抛光的加工制造商，其中印度在该环节包揽绝大多数的市场份额；迪阿所处的下游品牌零售商主要对成品钻进行设计及销售，下游品牌众多、格局分散，受益于品牌高溢价影响，下游企业整体毛利率水平偏高。

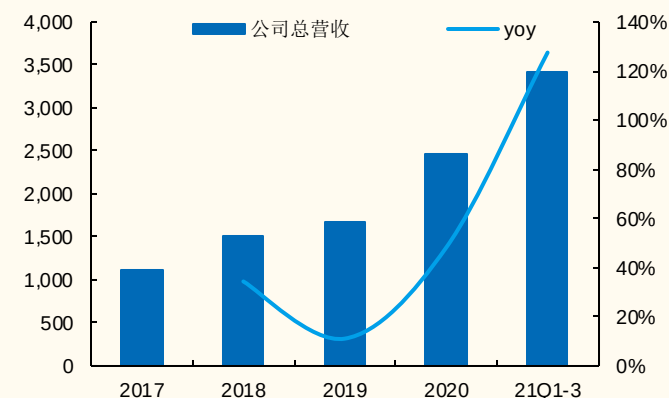
图表 1：钻石产业链



来源：贝恩咨询《Diamond Report 2020-21》，DeBeers《2021 The Diamond Insight Report》，国金证券研究所

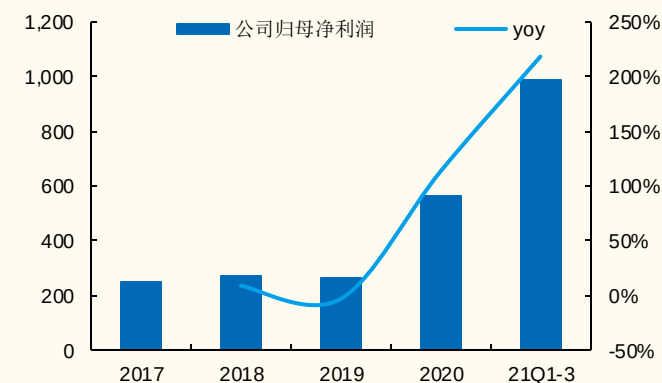
近两年来公司营收、净利展现出高成长能力。2017-19年公司保持稳健增长，营收、归母净利润分别实现22.06%、2.65%的复合增长。2020年以来营收、业绩提速明显，其中2020年营收、归母净利润分别实现24.65亿元、5.63亿元，同比分别增长48.06%、113.44%；2021Q1-3高增长趋势持续，营收、归母净利润分别达34.11亿元、9.9亿元，同比分别高增127.54%、218.36%，表现亮眼。2022年2月28日公司发布21年度业绩预告，其中营收、归母净利润预计分别为46.23亿元、13.02亿元，增速分别达到87.57%、131.11%。近两年营收、净利呈现出爆发式增长一方面得益于公司对消费者的长期认知教育开始转化，另一方面系公司从2020年起发力短视频营销、优化渠道选址策略加速业绩兑现。

图表 2: 2017-1H21 公司总营收及增速 (百万元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 2017-1H21 公司归母净利润及增速 (百万元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

2、围绕公司核心竞争优势的几点思考

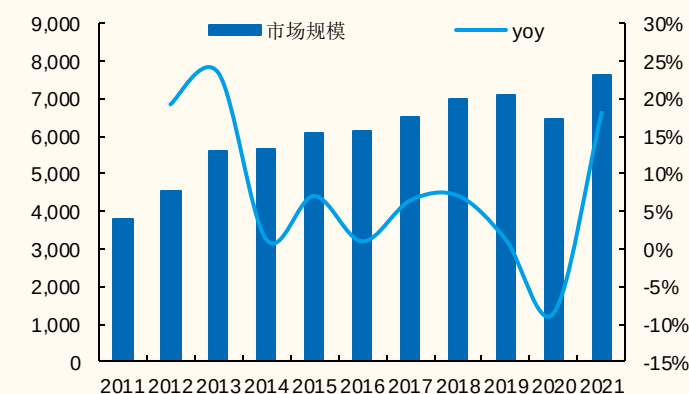
2.1、思考 1: 结婚率持续下行, 公司从何处获得新增量?

由于钻饰产品与婚恋事件高度相关, 产品属性决定了其较低的复购率; 而钻戒、婚戒的核心客群为新婚夫妇, 随着当下国内结婚率持续走低, DR 所处的钻饰行业空间存在被不断压缩的风险。我们认为, 关于公司如何获取新增量的问题主要可以从三个方向进行探索: (1) 钻饰行业整体近千亿美元, 留给公司成长的空间很大; (2) 从定位人群来看, 增量市场中年轻人占比高, 他们的消费钻饰意愿强烈; 而已婚人群这一存量市场有望促进复购率提高; (3) 市场集中度有望提升, 钻饰龙头 DR 将从中受益。

2.1.1、规模: 疫后珠宝景气度恢复, 高价钻饰需求抬升

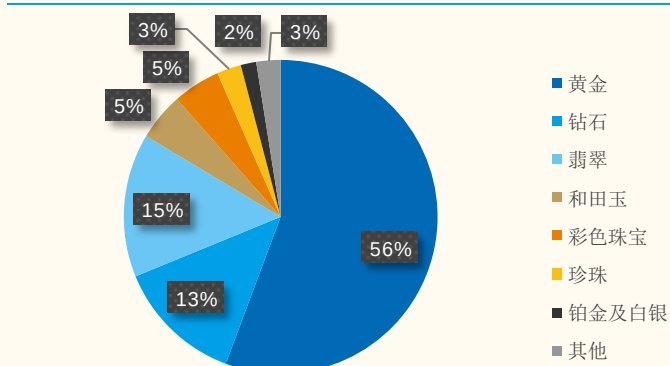
我国珠宝行业近年来整体呈现缓慢增长趋势, 2021 年随着疫情受控、消费回暖, 行业景气度有明显提升。根据 Euromonitor, 2019 年珠宝行业规模为 7072.8 亿元、2015-19 年复合增速仅为 3.88%; 2020 年行业规模降 8.52% 至 6470 亿元; 在 20 年低基数影响下, 21 年规模同比高增 18.11% 至 7641.7 亿元。若按照中宝协基金在《中国珠宝产业发展报告》对细分品类进行划分, 钻石占整个珠宝行业的 13%, 2021 年钻饰规模预计达到 993.43 亿元。

图表 4: 2011-2021 中国大陆珠宝行业市场规模及增速 (亿元, %)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 5: 2020 年中国珠宝细分品类市场结构 (%)

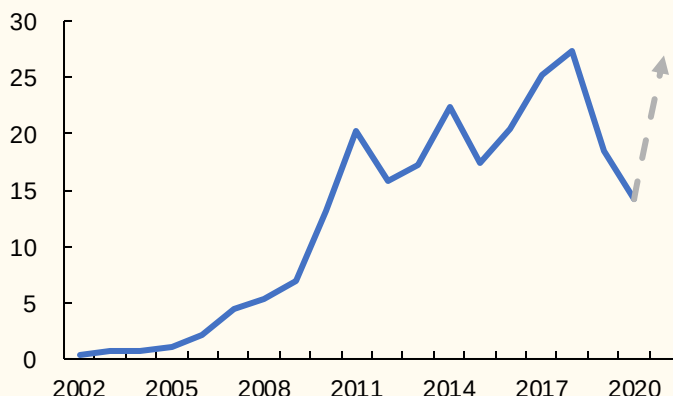


来源: 中宝协基金《2020 年中国珠宝产业发展报告》, 国金证券研究所

中国钻饰市场在疫情影响下仍具有一定的韧性, 长期稳中向好, 高价、高质量钻饰需求上升。根据 De Beers 发布的《2021 钻石行业洞察报告》显示,

2020 年中国大陆消费者对于钻饰的需求下降 26%，而中国钻饰市场的需求降幅只有 13%，主要系疫情下出境购买钻饰行为受到限制，境内钻饰购买能力在疫情影响下仍具有一定的韧性。2021 开年以来钻石市场强势反弹，根据上海钻石交易所数据显示，2021 上半年钻石交易总额达到 38.21 亿美元，同比增长 86.39%；其中成品钻进口额为 15.76 亿美元，超过 2020 年全年进口额，较 2019 年同期增长 49.24%。按目前的增长势头，2021 全年钻石进口或将超 2018 年 27.4 亿美元的历史高点。另外，根据 2021 年 De Beers 的用户调查，中国钻饰市场顾客购买的克拉质量及均价上升了 30%，消费者对于更高价、高质量钻饰的需求抬升。根据贝恩咨询，未来中国高净值人群将以 4% 速度增长，钻饰市场在高净值消费者及渠道下沉的驱动下长期发展稳中向好。

图表 6：2002-2020 钻交所钻石进口交易额（亿美元）

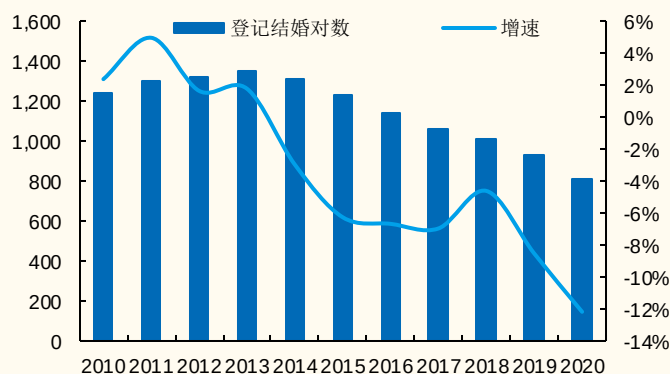


来源：上海钻石交易所，国金证券研究所

2.1.2、消费者画像：Z 世代步入适婚年龄，存量人群拓宽钻饰消费场景

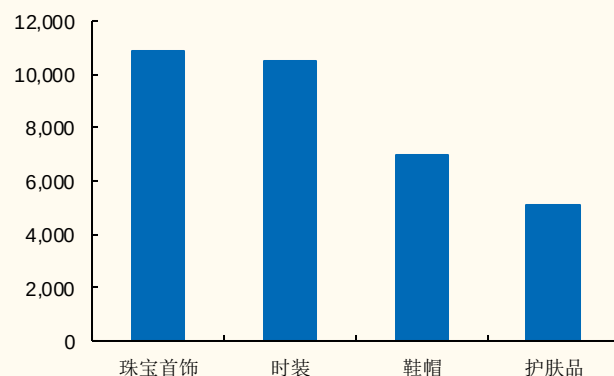
根据国家统计局数据，我国结婚人数自 2015 年至今维持负增长且持续走低，其中 2020 年登记结婚对数仅为 814.3 万人，同比降 12.19%。千禧一代、Z 世代位于适婚年龄带，进而成为消费钻石饰品的主力军，依据 De Beers 数据，21-39 岁人群贡献了我国近 80% 的钻石饰品销售额。Z 世代注重通过时尚单品彰显个性、表达自我，根据 CBNData 联合国际铂金协会发布的《Z 世代贵重首饰消费白皮书》表示，2020 年 Z 世代贡献了时尚消费额的三分之一，而消费额最高的品类是珠宝首饰，年均 10,920 元。Z 世代对珠宝首饰有着更高的消费能力与消费意愿，该趋势有望对冲新婚增量人群下降的部分影响，为钻饰企业成长带来新契机。

图表 7：我国 2010-2020 年登记结婚对数及增速（万对，%）



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 8：Z 世代不同时尚品类年均消费额 TOP4（元/人）

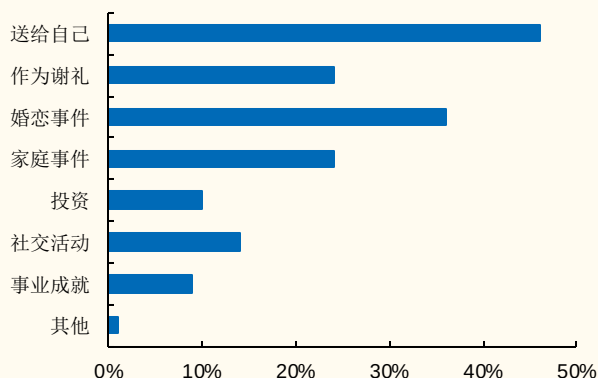


来源：国家铂金协会《Z 世代贵重首饰消费白皮书》，国金证券研究所

存量人群贡献新增量，主要表现在（1）已婚夫妇将钻饰产品作为纪念、情人节礼物等；（2）已购人群的复购。除了作为订婚信物，钻戒还被广泛作为“悦己”或者已婚夫妻之间的纪念日、情人节礼物等；截至 1H21 公司的消费

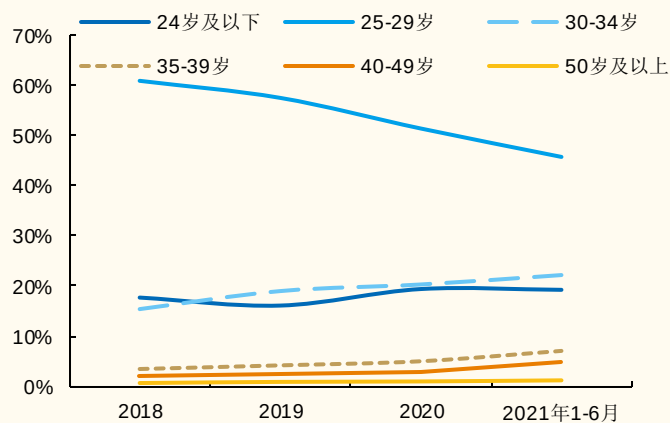
者中 30-34 岁、35-39 岁、40-49 岁以及 50 岁以上人群占比分别为 22%、7%、5%和 1%，较 2018 年占比均有不同程度的提升，已婚人群购买钻戒、对戒作为纪念日礼物表达爱意的消费行为有所增加。除此之外，已购买钻戒的客户可以继续 DR 购买结婚对戒或对原来购买的产品进行升级换代；2020 年公司购买频次达到 2 次及以上的客户收入占比达到 6.7%，换货及升级金额达到 3111 万元。虽然当前复购率小、高年龄段已婚消费者占比低，但是随着居民消费水平提高、情感表达需求增强，未来公司的钻石产品消费场景有进一步从增量市场向已婚存量市场延伸的趋势。

图表 9：除订婚戒指外我国钻石饰品在不同消费场景占比 (%)



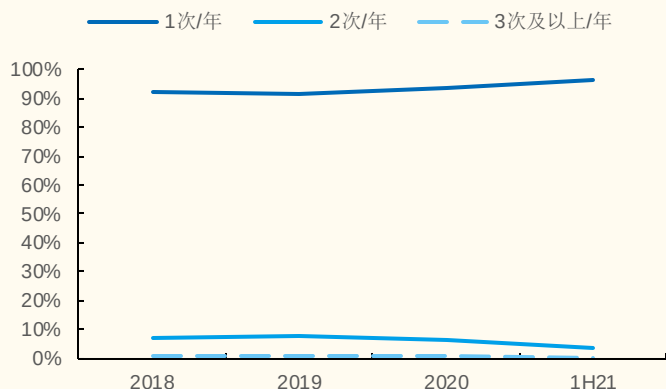
来源：贝恩咨询《Diamond Report 2020-21》，国金证券研究所

图表 10：2018-1H21 迪阿股份消费者年龄结构 (%)



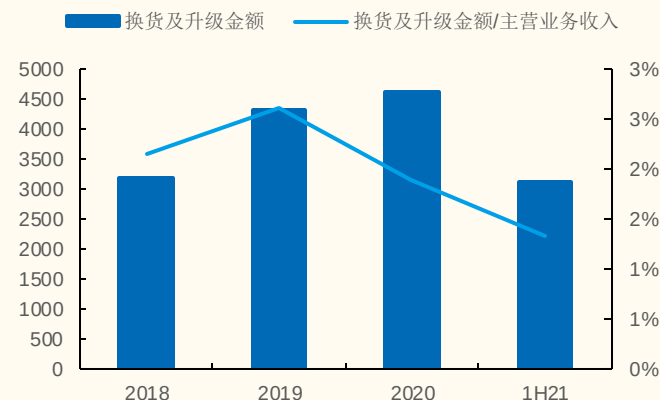
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 11：2018-1H21 公司不同购买频次的消费者收入占主营业务收入比重 (%)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 12：2018-1H21 公司换货金额占主营业务年收入比重 (%)

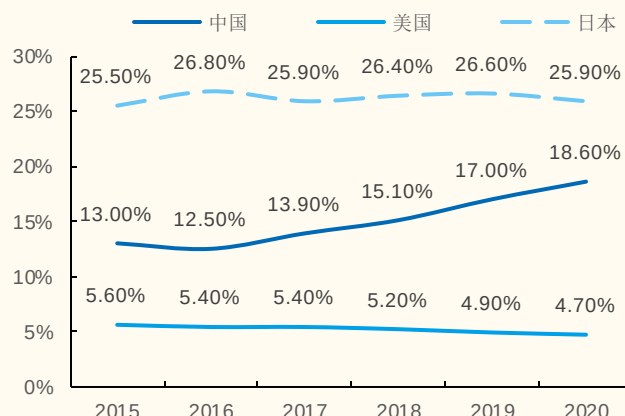


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.1.3、格局：市场集中度提升，品牌力带动国产珠宝突围

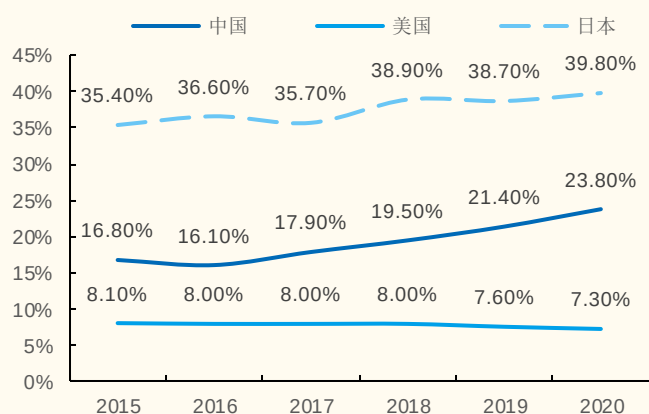
中国珠宝首饰行业进入壁垒低，高需求下从业企业数量与日俱增，行业竞争剧烈。根据 Euromonitor 统计，自 2016 年起国内珠宝首饰行业市场逐渐呈现头部化趋势，市场集中度逐年上升，其中行业 CR3 从 2016 年的 12.5% 提升至 2020 年的 18.6%，CR8 从 2016 年提升了 7.7 Pct 至 2020 年的 23.8%。横向比较来看，2020 年日本珠宝市场 CR3、CR10 分别为 25.9%、39.8%，市占前三的品牌分别为蒂芙尼 (15.2%)、卡地亚 (6.7%)、宝格丽 (4.0%)，我国珠宝市场集中度较日本仍有一定差距。

图表 13: 2015-2020 中国/美国/日本珠宝行业 CR3 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 14: 2015-2020 中国/美国/日本珠宝行业 CR8 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

国内珠宝首饰行业呈现外资品牌、港资品牌以及国内品牌三足鼎立的竞争格局，不同品牌从价位、主要客群、品牌调性等方面都有明显区隔度。从 2015 年以来，排名靠前的珠宝品牌市占率整体呈现上升趋势，头部化优势逐渐凸显。

1) 国际品牌定位于高端奢侈珠宝市场，品牌调性高、历史悠久、文化内涵丰富、制造工艺精湛，覆盖国内一、二线城市，产品溢价高；其中卡地亚 (Cartier)、蒂芙尼 (Tiffany & Co) 和梵克雅宝 (Van Cleef & Arpels) 在中国大陆市场份额提高，2020 年市占率分别为 1.1%、1.0%、0.7%

2) 港资品牌定位于高端市场，精耕品牌形象并率先推出具有时尚感设计感的年轻化产品，主要品牌包括周大福、周生生、六福珠宝等，其中周大福以 7.6% 的市场份额位居品牌之首。

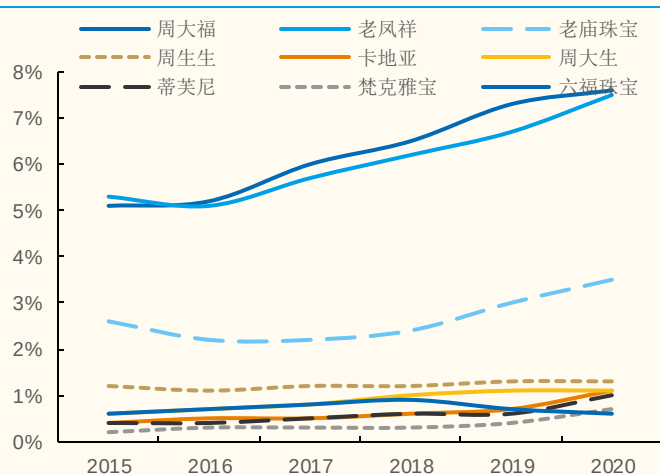
3) 内资品牌主要定位中高端市场，其中市占率排名靠前的老凤祥 (7.5%)、老庙黄金 (3.5%) 依靠加盟体系快速布局一线至四线城市。新锐品牌 I DO、DR 等主要定位婚恋群体、SKU 精简，虽然在珠宝市场的市场份额不大，但在钻饰这一细分市场表现亮眼，2021 上半年我国结婚登记对数达到 417 万对，而 DR 的消费客户达到近 29 万人，市场占有率在 6.5%。

图表 15: 中国珠宝首饰行业主要品牌



来源: 国金证券研究所

图表 16: 2015-2020 各珠宝品牌市占率 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

主要品牌之间客单价差别明显，价格段分布广泛，客单价上国际品牌远超港资、内资品牌。随着内资珠宝企业设计能力、品牌形象逐步提升，未来国内品牌竞争力有望加强。我国珠宝企业正处在从过去的代工生产阶段向品牌化过

渡的阶段，代工生产伴随的创新意识薄弱、设计投入较少等问题仍未完全解决，而海外珠宝经历了长年积淀，拥有多款经典产品和鲜明的品牌风格，随着潮流变更依然具有较强的生命力。未来随着我国珠宝企业更加注重品牌建设，丰富品牌内涵，国内品牌有望探索出适合自身的发展之路，品牌竞争力有望提升。

图表 17：主要珠宝品牌品类、价格、客群定位及主要系列

珠宝品牌	外资品牌		港资品牌		内资		
	蒂芙尼	卡地亚	周大福	周生生	六福珠宝	I DO	DR
品牌定位	高端奢侈市场	高端奢侈市场	中高端市场	中高端市场	中端大众市场	中高端市场	中高端市场
主要品类	珠宝镶嵌类饰品	珠宝饰品及腕表等	黄金、珠宝镶嵌首饰、铂金/K 金和钟表等，黄金产品比重超 50%	黄金、铂金、钻石、翡翠、珍珠等	银饰、K 金、玉石、彩宝等	珠宝镶嵌类饰品	珠宝镶嵌类饰品
价格带	钻石镶嵌类 10K-100K 及 100K+元不等	客单价 20K-60K 元，钻石镶嵌类价格 15K-70K 元	黄金类客单价约 4.5K 元，珠宝类客单价约 6K 元，钻石镶嵌类价格 5K-10K 元	珠宝类客单价约 8.5K 元；钻石镶嵌类价格 1.5K-80K 及 80K+元不等	钻石首饰类价格 0.9K-6K 元不等；K 金首饰类价格 0.4K-6.5K；珍珠类首饰价格 1K-4K 元	钻石首饰类价格 1K-50K 元不等；K 金首饰类价格 1.5K-10K 元不等	钻石首饰类价格 1.5K-90K 元不等；K 金首饰类价格 0.5K-80K 及 80K+元不等
原创系列及图例	Knot 系列	Trinity 系列	ING 系列	爱情密语系列	白玉兰系列	Round 系列	BELIEVE 系列、MY HEART 系列
							

来源：各品牌官网，国金证券研究所

2.2、思考 2：品牌势能筑起的壁垒，是否足够坚固、足够深厚、足够持久？

钻戒除了钻石纯度、大小带来的稀缺性之外，还附带厚重的情感价值和特殊的仪式感，因此珠宝品牌纷纷通过丰富自身品牌内涵来获取用户的认同感，进而完成消费转化。DR “一生只送一人”的理念有何差异性，能够在高举“真爱”大旗的众多珠宝品牌中脱颖而出。

2.2.1、业内首创独特购买规则，自营为本、品质服务坚守

DR 在业内独创“一生只送一人”的购买规则，有效区隔其他珠宝品牌，将“唯一、真爱”等模糊的概念具象化，并严格查验、坚定遵守。独特的概念和购买模式让 DR 的品牌壁垒足够坚固。

图表 18：DR 品牌求婚钻戒购买及鉴定规则

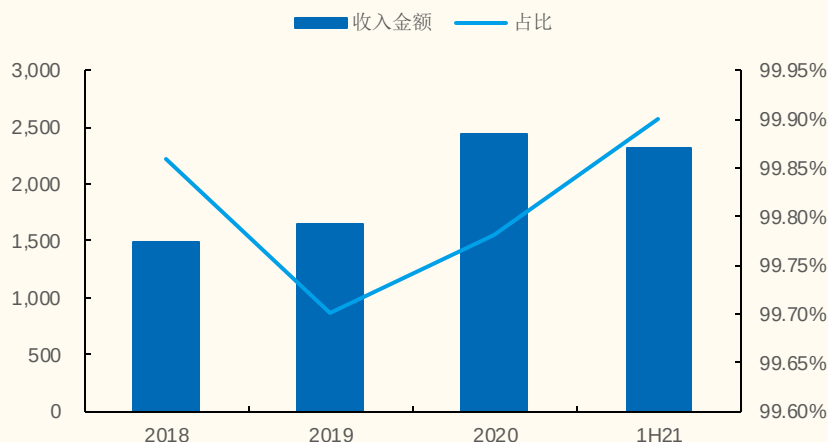
应用场景	规则
首次购买	首次购买时需男士提供有效身份信息并进行验证，顾客需签署真爱协议并绑定受赠人姓名，求婚钻戒不支持重复购买，仅支持升级换购和补购服务。
复购	复购时系统会根据登记的顾客和受赠者姓名自动生成爱的确认书，购买人和受赠人实际信息需跟系统一致方可完成复购。
鉴定	DR 为每位追求真爱的恋人提供终身免费鉴证服务，全球信息同步可供查询。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

DR 的购买规则让购买行为和“唯一”、“真爱”划上等号，充分契合了热恋情侣对于彼此安全感的渴求和愿意相守一生的诚挚表达。消费者选择 DR 不再仅仅出于对产品的喜好，更是对伴侣之间携手相伴、一生一世的庄重承诺和

美好祝愿。这样的概念输出有效转化成为消费行为，2018-1H21 期间公司存在身份证明信息的订单收入占比始终在 99.5%以上，占比高且稳定。

图表 19：公司包含身份证明的订单收入金额及占比（百万元，%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

全自营模式统一终端体验，增值服务加强购买仪式感。公司对线上平台和线下门店均采用自营的销售模式，这样有助于建立统一、鲜明的品牌形象，无论是门店选址装修、货品陈列还是销售人员服务上都维持相同的高标准，为不同城市的消费者带来同等良好的购买体验，有利于塑造品牌形象。DR 是我国珠宝行业主要参与者中唯一采取全自营销销售的品牌，其他竞争者如恒信玺利、曼卡龙的加盟门店几乎占到一半，而传统品牌周大生、周六福的加盟门店占比分别达 94.29%、99.19%。

图表 20：DR 统一门店形象



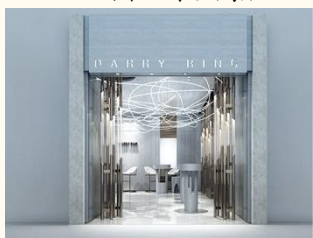
DR 上海长宁来福士广场店



DR 南京江宁金鹰店



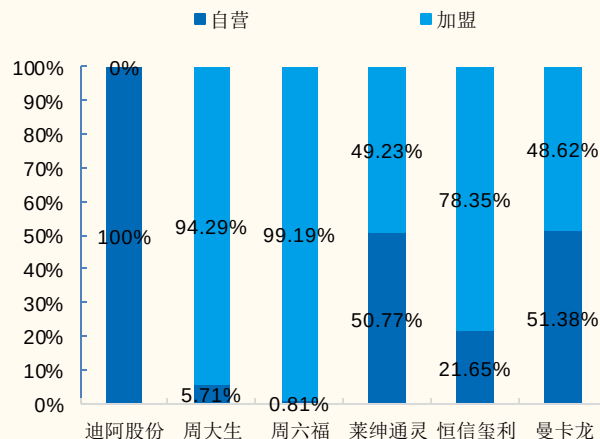
DR 宁波和义大道店



DR 香港尖沙咀店

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 21：DR 及对比公司自营门店占比情况 (%)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所（注：可比公司中周大生、曼卡龙门店数据截至 1H21，莱绅通灵、恒信玺利门店数据截至 2020 年末，周六福门店数据截至 1H20）

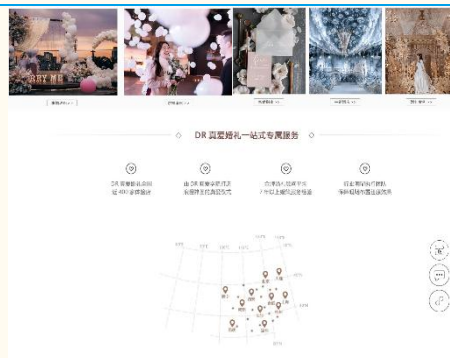
DR 为凡是订购戒指的消费者提供真爱协议和爱的确认书，通过签署协议将 DR 戒指赠予心中挚爱，以此作为一生唯一真爱的凭证。除此之外，公司布局全国近 400 家真爱体验店，为消费者带来从求婚到结婚的一站式专属服务，由金牌婚礼顾问和行业明星团队负责策划和执行整个婚礼流程，并为 DR 族定制专属伴手礼。一系列增值服务加强了购买行为带来的仪式感和承诺感，丰富消费者的情感体验，浪漫、神圣的品牌属性不断加深。

图表 22: DR 品牌独家推出真爱协议和爱的确认书



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 23: DR 品牌提供一站式结婚专属服务



来源: 公司官网, 国金证券研究所

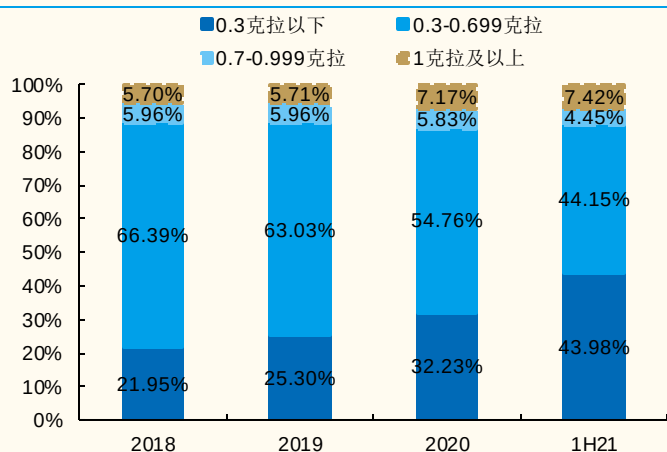
2.2.2、情感价值赋予品牌强定价权, 盈利能力优越

独特的内涵与附加的品质服务为品牌带来较高的溢价, 而公司优于同业的盈利能力则反过来印证了品牌先行逻辑的市场可行性, **品牌壁垒足够深厚**。

钻石产品主要根据 4C (钻重、净度、颜色、切工) 进行定价, 其中净度参数由 IF、VVS、VS、SI 依次递减, 颜色从 D 至 J 依次变差。对比 DR 和其他珠宝品牌, 在各规格参数相似基础上 DR 价格整体偏高, 一克拉钻戒价格在 8.16 万元、较周生生品牌相似参数产品高出 28.3%, 而 DR 销售的 0.3 克拉戒指单价也在 1.3 万-1.8 万区间, 整体定价高于周生生、周大生、周大福等品牌。从渠道调研数据来看, **DR 整体单品在定价上高于相似竞品 20-40%**, 强定价权有所体现。

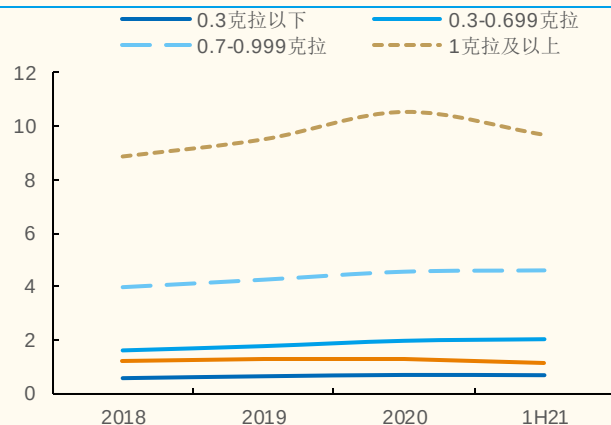
其次, 公司不同钻重区间的产品价格带均有不同程度的提价。具体来看, 从 2018 年至 1H21 年, 0.3 克拉及以下产品平均单价从 0.56 万元升至 0.67 万元, 提价 20%; 0.3-0.699 克拉钻戒价格从 1.6 万元升至 2.2 万元, 提价 26%; 0.7-0.999 克拉钻戒价格从 3.97 万元升至 4.6 万元, 提价 16%; 而 1 克拉及以上上钻戒从 8.9 万元升至 9.7 万元, 提价 9%。

图表 24: 2018-1H21 DR 不同钻重区间产品销售额占比 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 25: 2018-1H21 DR 不同钻重区间产品平均单价 (万元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

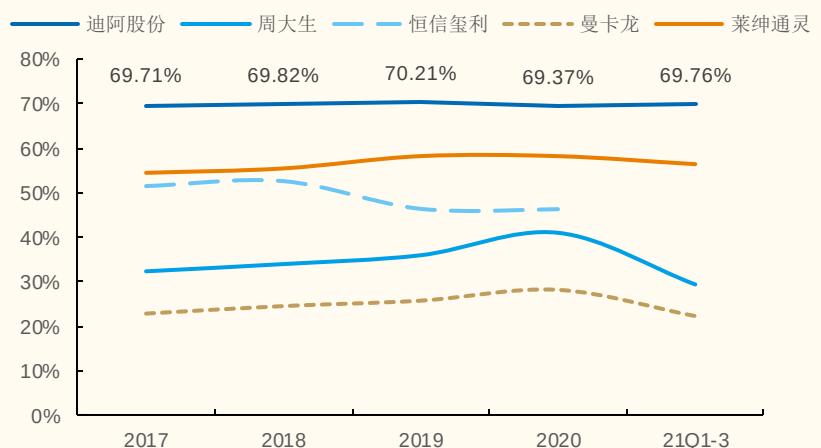
图表 26：不同品牌相似规格钻戒价格（元）

品牌	克拉	净度	颜色	价格（元）
DR	0.3	SI1-SI2	I-J	12679
I DO	0.3	SI	I-J	10699
周生生	0.31	SI1-SI2	I-J	8950
DR	0.3	VS1-VS2	I-J	18490
周大福	0.3	VVS1-VVS2	D-E	18200
I DO	0.3	VS1-VS2	I-J	17290
周大生	0.3	VS1-VS2	I-J	13939
周生生	0.35	VS1-VS2	F	13600
莱绅通灵	0.3	VS1-VS2	I-J	11585
DR	0.5	SI1-SI2	I-J	25949
I DO	0.5	SI	I-J	20599
周生生	0.5	SI1-SI2	I-J	18800
周大生	0.5	SI1-SI2	I-J	17015
DR	0.5	VS1-VS2	F	33349
周生生	0.51	VS1-VS2	F	24700
DR	1	SI1-SI2	I-J	81589
周生生	1	SI1-SI2	I-J	63600

来源：各品牌官网，国金证券研究所

行业平均毛利率在 40%左右，而公司历年来毛利率稳定在 69%-70%区间。我们认为公司的毛利高于同业，一方面是因为公司主营钻饰产品，而其他公司黄金饰品占比高，黄金价格的公开透明使得品牌方对于黄金的议价能力低，进而拉低同业公司整体毛利率水平；另一方面则是得益于 DR 品牌自营为主的销售模式，省去中间商批发让利的环节。分品类来看，近几年公司主要销售品类求婚钻戒毛利率稳定在 70%左右，高于结婚对戒和其他饰品；分渠道来看，2020 年线下、线上渠道毛利率分别为 70.29%、64.60%，线下毛利率持续高于线上主要系消费者对于线上购买高价值产品意愿更为谨慎，导致线上销售单价偏低。

图表 27：2017-1H21 同业公司毛利率比较（%）



来源：Wind，国金证券研究所

2.2.3、品牌概念先入为主，模式具有领先性

将品牌内涵及制订的一系列购买规则作为公司的核心竞争力，该种商业模式是否有被其他品牌模仿的可能性，这可能是市场最关心的问题之一。我们主要从品牌认知建立时点、消费者心理以及模仿成本三个方面来回答，模式是否容易被复制，品牌壁垒是否够持久。

心理学上有个理论叫做“锐化效应”（Sharpening Effect），即人的既有认知对其知觉作用有明显的促进作用，DR 从 2015 年就开始宣扬“一生只送一人”的品牌理念，大众已经先入为主将身份证绑定购买的规则与 DR 品牌联接起来，新晋品牌很难通过模仿快速消除大众的既往认知、并建立新的认知。

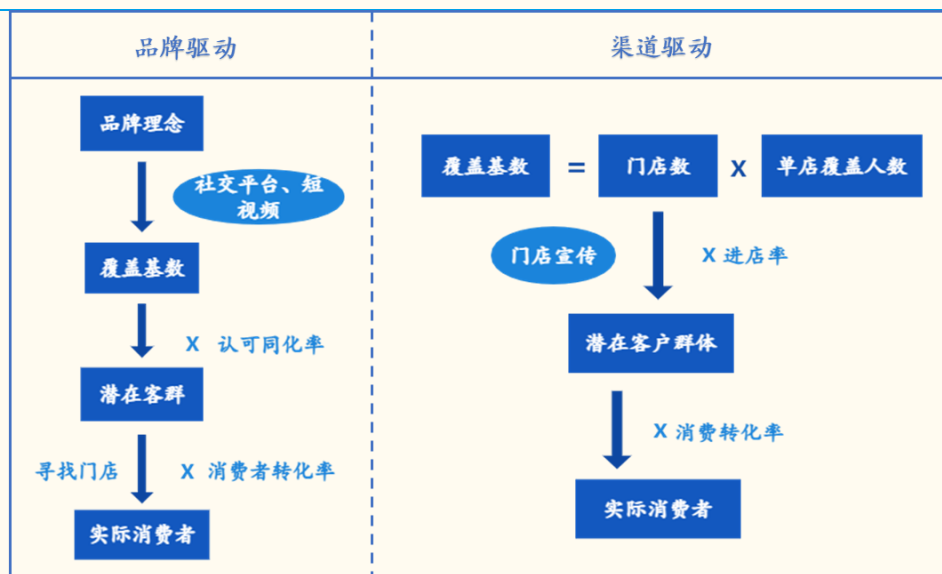
其次，对于已经购买过 DR 的消费者来说，他们在完成购买转化时已经成为了品牌价值观的认同者和拥护者。如果有模仿者出现，消费者所购产品的稀缺性和附加价值受到了冲击。在这样的情况下，他们会与品牌成为利益共同体，自发拥护品牌。随着公司营收逐年增加、消费者基数不断扩充，消费者的发声将极大程度强化大众对品牌的印象，形成较为良性的引导。

另外，模仿对其他品牌来说意味着高成本、高风险。一方面该品牌需要在流量平台投放大量营销广告，以增加曝光率、建立认知；另一方面该品牌需要坚决维护“只卖一次”的购买规则、并通过高度自营的模式来统一管理、贯彻规则，这对新品牌来说很难实现。根据幸存者偏差理论，或许多年来并不是没有模仿者出现，只是因为模仿太难、成本太高，他们还来不及走入大众视野就已经在竞争中走向沉寂。

2.3、思考 3：公司有哪些区别于其他珠宝品牌的经营方式？

在品牌打法上，传统珠宝品牌更多地从渠道切入，通过快速拓店提高覆盖基数，再利用折扣、宣传、导购提高进店消费比例。而公司主要从品牌势能切入，通过营销让人群了解到品牌内涵，再筛选出认同和向往的用户主动寻找门店并完成消费转化。根据不同的获客逻辑，我们梳理出公司对应在**交货方式、产品结构、营销打法**上的差异化策略。

图表 28：品牌驱动与渠道驱动下的获客逻辑差异

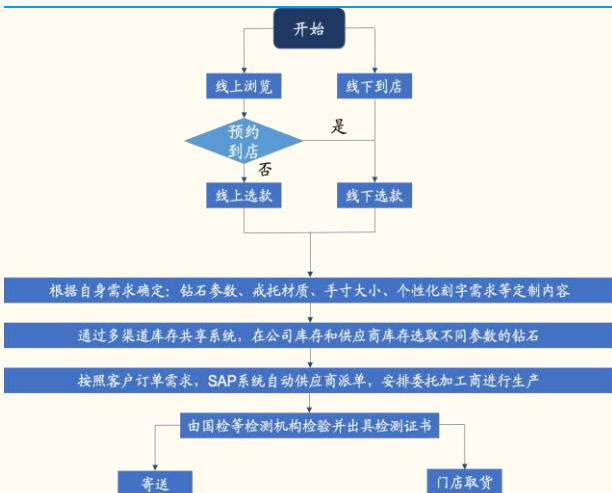


来源：国金证券研究所

2.3.1、“定制化”契合品牌势能打法，铺货轻、周转快

公司主要采取定制化的模式进行销售。在该模式下，顾客首先基于现有产品系列选款，再结合自身需求和喜好确定钻石参数、戒托材质、手寸大小以及个性化刻字服务等；随后公司通过 SAP 系统委托供应商进行生产，定制周期通常不超过 30 天。这样的产品交付模式依托于品牌先行的打法，**消费者进店选购不再是按照门店引流、挑选、交付带走的流程进行，而是消费者对品牌理念有所了解后主动进店、试戴、交付、等待拿货，对品牌的认知让消费者对于延迟拿货有所预判、并愿意为之等待。**另一方面，定制也为产品交付带来仪式感，品牌理念得到很好的延续。

图表 29：DR 品牌定制化交付流程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

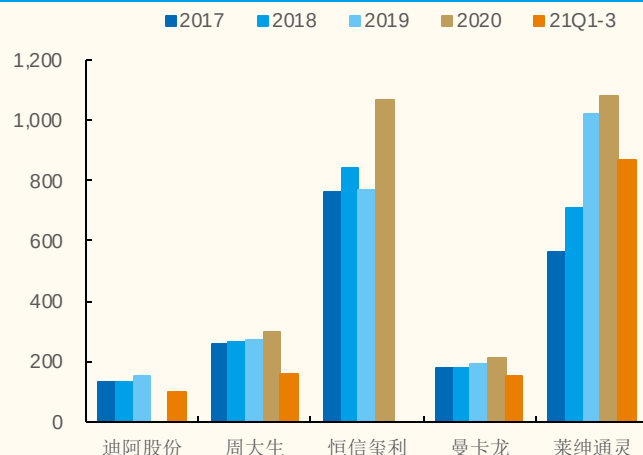
图表 30：定制化销售和现货销售优劣势比较

	定制化产品	现货销售
时效性	定制周期一般 30 天内	当场取货
钻石选择	可选钻石参数较多	仅可在现货中选
手寸选择	根据消费者手寸量身定制	仅可在现货中选
铺货规模	铺货以样品为主，开店成本低	需要铺大量现货，开店成本高
存货周转	存货以样品为主，成品主要为定制产品，存货周转高	存货以现货为主，存货周转率低
资金周转	定制产品先收取部分订金，然后生产，资金周转率高	现货需要珠宝零售商垫资铺货，资金周转率低

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司定制化产品占比始终在 95%以上。从经营效率层面来看，“以需定产”进行备货，让公司能够保持在较低的存货水平、较低的开店成本和良好的现金流，有效提高经营效率。2018-21Q1-3 公司的存货周转天数分别为 129.4/149.9/121.7/96.1 天，周转能力持续优于同业。

图表 31：珠宝公司存货周转天数（天）



来源：Wind，国金证券研究所

2.3.2、推出产品“精而不简”，围绕经典款打造强矩阵

DR 品牌专注于婚嫁这一细分领域，推出产品精而不减，每款产品背后都有相应的设计理念和寓意，与品牌整体形象打造相得益彰。从产品类别来看，以周生生、周大福为首的传统珠宝品牌旗下产品涵盖黄金、K 金、钻石、铂金、彩色珠宝、珍珠等多种材质、多种风格，满足消费者的多元化需求；而 DR 产品主要用到钻石、18K 金等，这些材质制造出来的产品更加年轻、时尚化，在产品的传达下品牌与“求婚、爱恋”等主题实现深度融合。从 SKU 数量来看，DR 目前在售 26 个系列、312 款产品，远低于传统珠宝品牌周生生、周大福；其中 DR 共有 13 个婚嫁系列（包括求婚钻戒和结婚对戒），包含 179 款产品，占有所有产品的 57.4%，占比高于其他珠宝品牌，从消费者认知层面实现与婚恋主题的深度绑定。

公司聚焦婚恋市场，核心业务清晰，其主要销售品类求婚钻戒和结婚对戒自 2018 年以来营收占比稳定在 98%以上。具体来看，2020 年求婚钻戒收入实现 18.68 亿元，占总营收的 76.3%；2021 仅上半年求婚钻戒收入就实现了 18.30 亿元，与 2020 全年该品类营收水平接近，表现亮眼。结婚钻戒业务

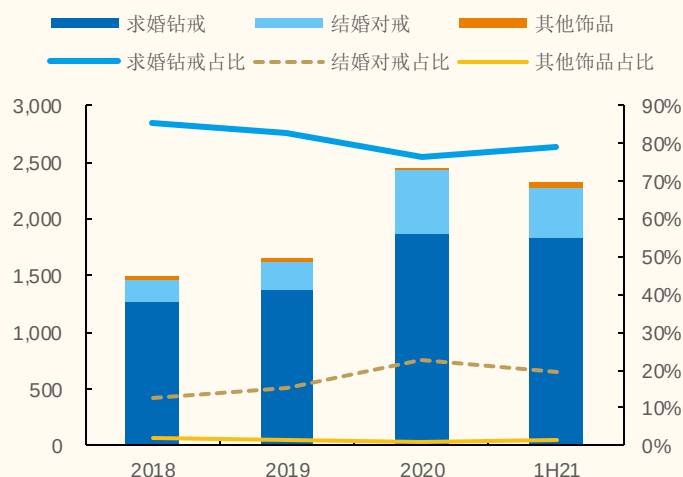
2020 年营收 5.55 亿元，同比高增 118.09%，占比 22.65%、较往年有所增长；1H21 该品类收入实现 4.50 亿元，接近该品类 2020 全年的营收水平，高增长趋势有望延续。公司的其他饰品主要包括项链、手链、耳环等，该品类体量较小，2020 年收入为 0.25 亿元（-3.07%），仅占总营收的 1.1%。

图表 32：各珠宝品牌官网在售系列及 SKU 统计（个，%）

	DR	周生生	周大福	菜绅通灵	I DO	曼卡龙
总系列	26	27	39	10	7	12
总 SKU	312	2055	1164	30	170	84
婚嫁系列	13	8	3	4	5	3
婚嫁系列 SKU	179	312	115	12	96	24
婚嫁系列占比	50.0%	29.6%	7.7%	40.0%	71.4%	25.0%
婚嫁 SKU 占比	57.4%	15.2%	9.9%	40.0%	56.5%	28.6%

来源：各品牌官网，国金证券研究所（注：统计时间截至 2021 年 12 月 10 日）

图表 33：2018-1H21 公司分品类营收及占比（百万元，%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

依托于经典设计延伸出升级款、特别款，通过市场验证流行趋势。钻戒并不属于时尚饰品，因此经典款相较于特别款反而更有优势，公司近年来销售前五系列均来自经典款式，这一现象也验证了经典款的持续竞争力。公司计划在未来三年陆续投入 0.5 亿元募集资金用于建设珠宝钻石研发创意设计中心，主要将用于加码设计经典款式产品，增加产品辨识度；除此之外，公司计划通过与稀缺性 IP 展开合作来为款式增添一定的时尚度和差异性，以满足经典款式无法触及的部分消费者的需求。

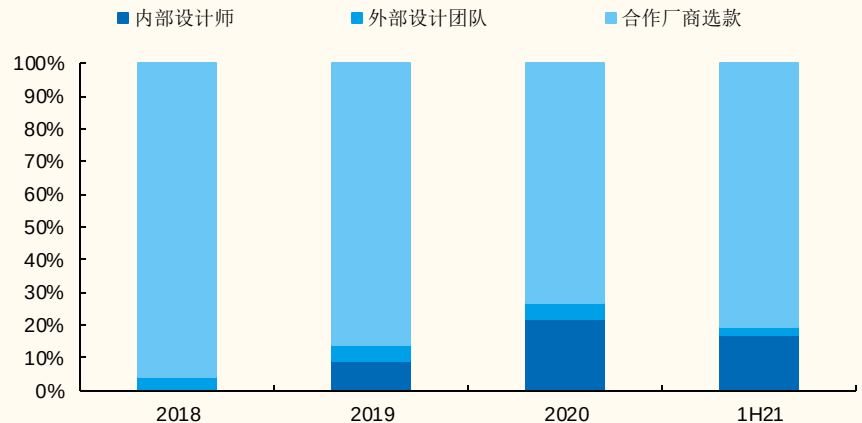
图表 34：2018-1H21 销售额排名前五款式均来自经典及经典系列延伸款

收入排名	2018	2019	2020	1H21
1	BELIEVE 典雅款	BELIEVE 典雅款	FOREVER 简奢款	FOREVER 简奢款
2	FOREVER 经典款	FOREVER 简奢款	TRUE LOVE 典雅款	MY HEART 简奢款
3	FOREVER 简奢款	FOREVER 经典款	MY HEART 简奢款	TRUE LOVE 典雅款
4	MY HEART 简奢款	TRUE LOVE 典雅款	FOREVER 经典款	BELIEVE 纯爱款
5	TRUE LOVE 典雅款	MY HEART 简奢款	BELIEVE 纯爱款	FOREVER 经典款

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

内部设计师的产品销售比重逐年提升。公司早期销售的产品基本由合作厂商进行选款，2018-20 年合作厂商选款的产品销售数量占比逐步降至 73.46%（两年降 22.19 Pct）；内部设计师销售数量占比从 2018 年的 0.34%提升至 2020 年的 21.62%，自身设计实力有所增强。

图表 35：不同设计方式的产品销售数量占比（%）

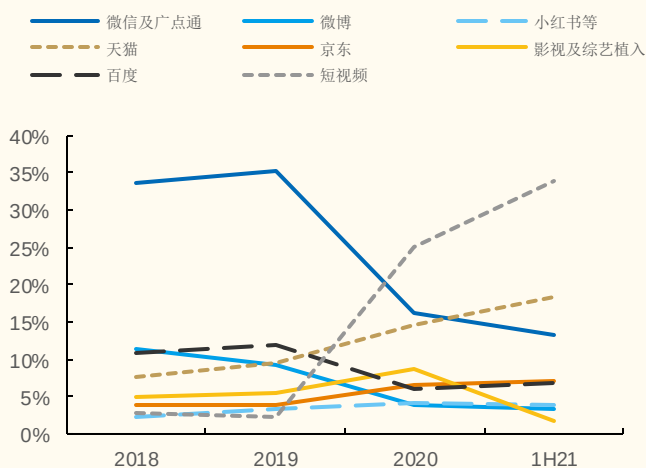


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.3.3、营销放大品牌效应，重视输出媒介与内容

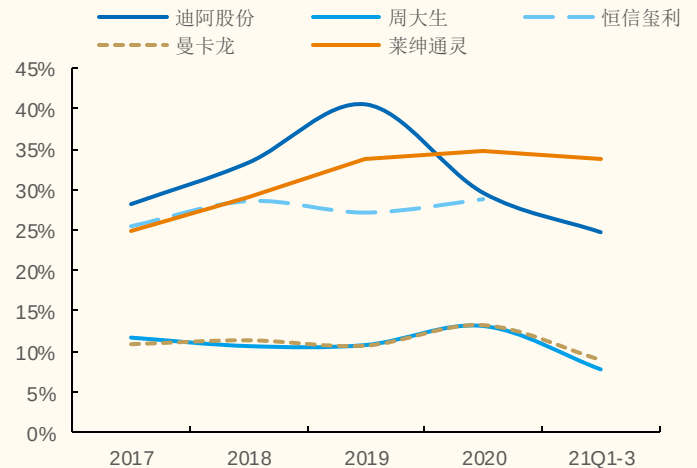
敏锐洞察流量变迁趋势，先后通过微博、小红书、抖音平台触达年轻群体，建立品牌认知度。2018-19 年微博、微信、小红书等社交网络为年轻人集中的流量高地，也是 DR 主要推广宣传的渠道；2019 年公司共投放 6955 万元至社交平台、占市场推广总额的 50.39%。随着 2020 年抖音、快手平台快速崛起，DR 及时应变，在短视频平台支出 3453 万元、同比增幅达到 991%，占比也提升 23Pct 至 25.2%；2021 年在短视频上的投入继续加大，仅上半年投入金额就达到了 2964.07 万元、占市场推广费用的 34%。2017-19 年公司销售费用率持续攀升，2020 年降至 29.58%改善明显，变化主要是因为公司持续营销投入和品牌价值传导有效转化带来营收水平大幅提升；公司与同业销售费用率差异明显，主要是因为公司通过内容营销助推品牌价值传播，与以渠道为获客主要驱动力的周大生等传统珠宝品牌在营销模式上区别较大。

图表 36：2018-1H21 公司主要推广渠道投放费用占比（%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

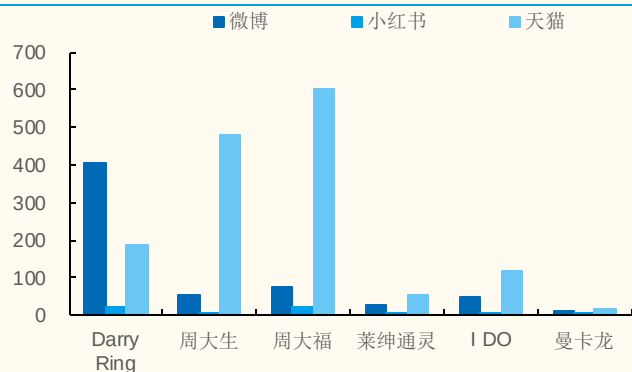
图表 37：公司与同业销售费用率对比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

精耕社交平台运营，粉丝数量、输出频率均处于行业领先。公司在各平台的粉丝数及互动帖数量是公司市场推广有所成效的直接体现，DR 在微博、小红书、抖音上分别有 403.6 万、9.9 万、185 万、227.5 万粉丝，超过大部分珠宝品牌。从内容输出来看，DR 品牌在小红书上的相关笔记超 44 万条，在微信公众号的原创帖数达到 1012 条，在抖音平台发布自制视频超 560 条，且抖音账号获赞 3160 万次，曝光范围和强度优势领先。

图表 38：珠宝品牌在各平台粉丝数对比（万）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所（注：统计数据截至 2021 年 12 月 12 日）

图表 39：各品牌在小红书/微信公众号内容发帖数（条）

品牌名称	小红书相关笔记	微信公众号原创帖数
DR	44w+	1012
周大生	9w+	-
周大福	41w+	2
莱绅通灵	8w+	16
I DO	16w+	69
曼卡龙	1w+	4

来源：公司招股说明书，国金证券研究所（注：统计数据截至 2021 年 12 月 12 日）

从品牌内涵入手打造优质内容，引导用户对感情观、婚姻观展开思考。在短视频运营上，公司一方面在抖音官方账号发布一系列自制情景短剧探讨当代年轻人“闪婚”、“快餐恋爱”等热门情感话题，并在视频中持续渗透“一生一世只爱一个人”的感情观，极具创意的同时更易引发用户的热烈讨论；另一方面，公司鼓励素人用短视频分享购买钻戒的过程，以真实的购买场景传递品牌内涵，巩固与消费者的互动。对比各品牌热度最高的微博话题，其他品牌大多通过代言人、新品推动话题热度，而 DR 热度排名靠前的话题均围绕品牌本身展开，这样的内容营销方式更具稳定性和可持续性，也在潜移默化中完成消费者教育和品牌形象巩固。目前公司在抖音平台共有粉丝、自制视频 558 条、获赞 3160.2 万次，其中部分热门作品单条获赞超 10 万，在内容吸引度上远胜其他珠宝品牌。

图表 40：珠宝品牌热度排名前三的微博话题统计

品牌名	话题	阅读量	话题类别
DR	#我是 dr 族#	17 亿	粉丝分享
	#你戴上 dr 钻戒的样子真美#	8,136.5 万	粉丝分享
	#dr 族真爱故事#	6,406.7 万	情感话题
周大生	#周大生宠爱节#	9,977.9 万	品牌活动
	#angelababy 周大生珠宝#	2,655.5 万	代言人相关
	#周大生带你去看急诊科医生#	1,686.3 万	影视剧植入
I DO	#敢 boom 瓷就 i do#	1.5 亿	新品推介
	#i do 晚安#	1.3 亿	情感话题
	#小鬼王琳凯 i do boom 瓷系列代言人#	1.1 亿	代言人/新品相关
莱绅通灵	#魏大勋莱绅通灵珠宝#	7,874.6 万	代言人相关
	#莱绅通灵携手唐嫣#	6,017.8 万	代言人相关
	#leysen 莱绅通灵品牌大使#	2,005.4 万	代言人相关

来源：公司招股说明书，国金证券研究所（注：上述数据除曼卡龙外均查询于 2021 年 8 月 5 日，曼卡龙数据查询于 2021 年 9 月 17 日）

3、从渠道空间测算看公司未来增长潜力

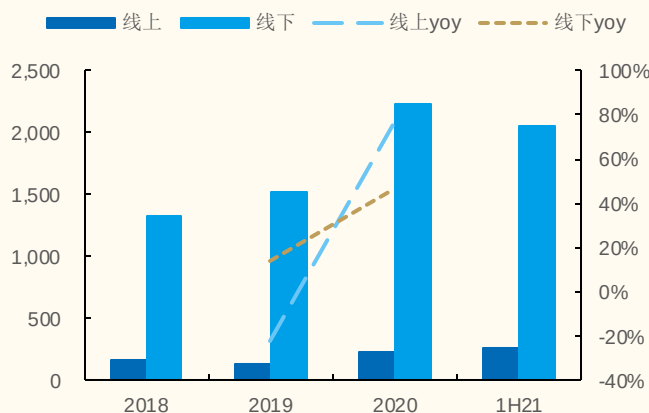
3.1、现状：门店数远低于同业，店效、坪效持续改善

公司的销售渠道覆盖线上和线下。线上主要通过官网、天猫旗舰店、京东旗舰店进行销售，2019 年线上营收为 1.26 亿元（-21.85%），负增长主要系线下渠道快速开拓导致客流有所分散；受益于线上渠道持续优化叠加疫情影响，2020 年线上营收实现 2.23 亿元，同比增速实现 76.3%，占比提升至 11.21%（+2.1 Pct）。公司 2020 年线下营收实现 22.25 亿元，占总营收的比重为 88.79%，2018-2020 年复合增速为 29.28%，增势稳健。

线下门店按销售性质可分为直营店、联营店和经销店，其中主品牌 DR 为全自营（包括直营、联营），子品牌 Story Mark 除一家自营门店仍在通过经销

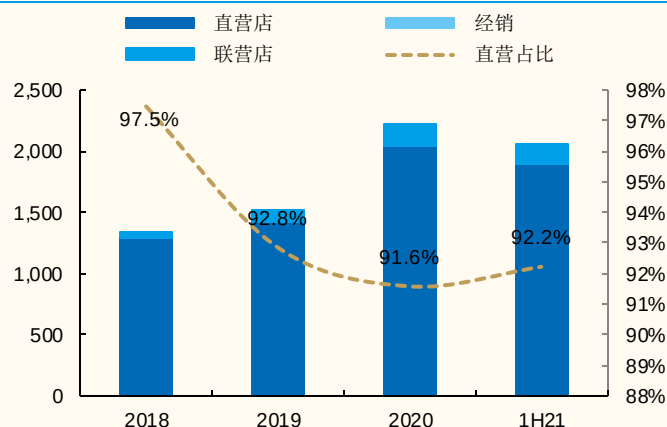
模式拓展业务。2020 年公司直收入 20.38 亿元，占线下营收的 91.58%；经销模式营收占比不足 0.01%，对公司整体业务影响不大。

图表 41：公司线上/线下渠道营收及增速（百万元，%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 42：公司线下各渠道营收及直营店占比（百万元，%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.1.1、持续扩店覆盖空白区域，门店数仍低于同业

早期公司主要通过互联网初步引流，并在流量密度高的一线城市开设门店，店铺基数比较低。2018-19 年公司通过大幅新设门店培育线下流量入口，以扩大品牌曝光度和市场份额。与大部分消费品不同，珠宝产品由于单价高、品牌溢价强，消费者更愿意线下经过服务指引、挑选试戴后再进行购买，因而线下门店成为实现消费转化的主要场所。截至 2018/19 年末公司共开设门店 250/302 家，同比增幅分别为 92.3%/20.8%，绝大多数为直营。随着渠道大幅铺设基本完成，公司在 2020 年将新开门店的选址策略调整为以填补空白城市、空白商圈，并优化现有门店运营为主，截至 2020 年末直营/联营门店数分别达到 324/29 家，总门店净增 51 家至 353 家，同比增速 16.9%，渠道开拓速度有所放缓。

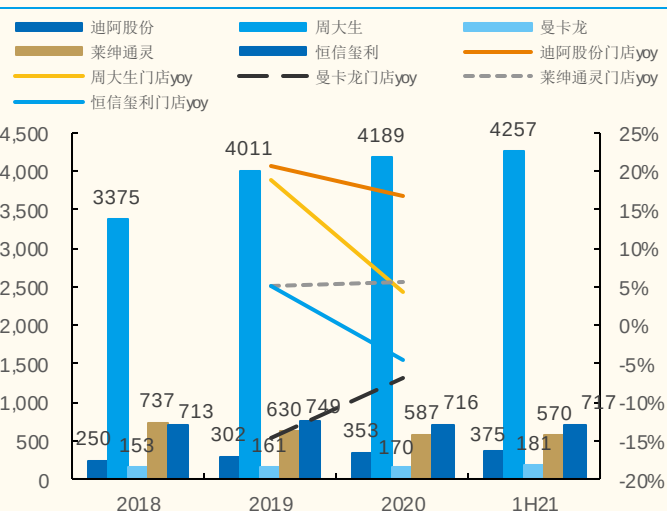
DR 与同业相比拓店空间较大。截至 2020 年底，传统珠宝品牌周大生共有门店 4189 家，同比增 4.44%，以加盟为主深入下沉市场；与公司定位相似的恒信玺利、莱绅通灵门店数分别为 716/587 家，同比降 4.41%/6.83%。我们认为，公司目前门店基数较低，未来几年有望保持高于同业的增速进行拓店。

图表 43：2017-1H21 公司门店数量及净变动值（家）

	2017	2018	2019	2020	1H21
直营店	129	236	277	324	345
净变动		107	41	47	21
直营 yoy		83.0%	17.4%	17.0%	-
联营店	1	14	25	29	30
净变动		13	11	4	1
联营 yoy		1300%	78.6%	16.0%	-
总门店	130	250	302	353	375
净变动		120	52	51	22
合计 yoy		92.3%	20.8%	16.9%	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 44：可比公司 2018-1H21 门店数及增速（家，%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

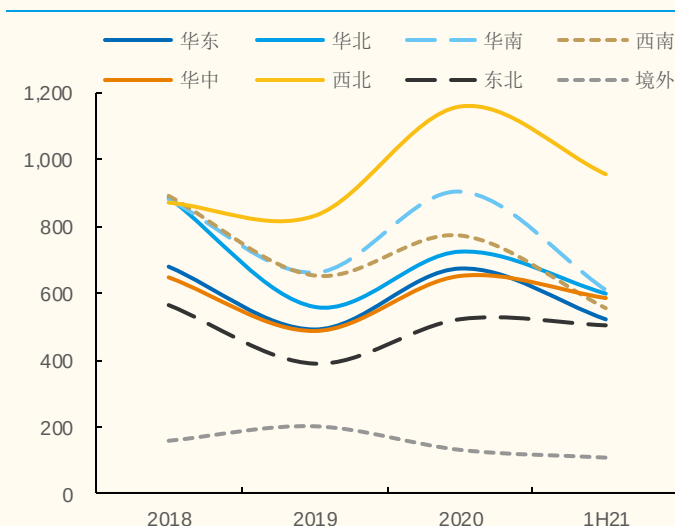
公司早期主要在一线、新一线城市等核心商圈开店，并逐步下沉渗透至中低城市，2018-1H21 公司在全国二线及以上城市门店占比分别为 72.06%/74.25%/68.56%和 68.80%。分区域来看，2019-20 年期间公司在华东和华南地区积极拓店，截至 1H21 在华东/华南地区门店数分别达到 154/48 家。公司计划将 7.4 亿元的募集资金用于渠道建设，主要用于未来三年在全国一线/准一线/二线城市共建 10 家旗舰店用于品牌形象推广，在一线/准一线/二线/三线城市新建 228 家标准店以提升市场份额。

图表 45：2018-1H21 公司不同区域门店数量及净变动值（家）

	2018	2019	2020	1H21
华东	109	121	143	154
净增		12	22	11
华北	31	40	43	45
净增		9	3	2
华南	22	35	44	48
净增		13	9	4
西南	23	26	37	40
净增		3	11	3
华中	29	34	42	42
净增		5	8	0
西北	12	13	15	17
净增		1	2	2
东北	21	30	27	27
净增		9	-3	0
境外	3	3	2	2
净增		0	-1	0

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 46：2018-1H21 公司各区域门店店均收入（万元）

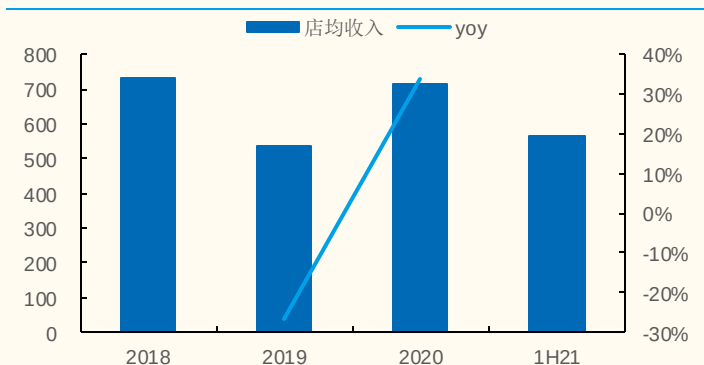


来源：公司招股说明书，国金证券研究所（注：店均收入=各地区年销售收入/各月末营业店铺数量平均值）

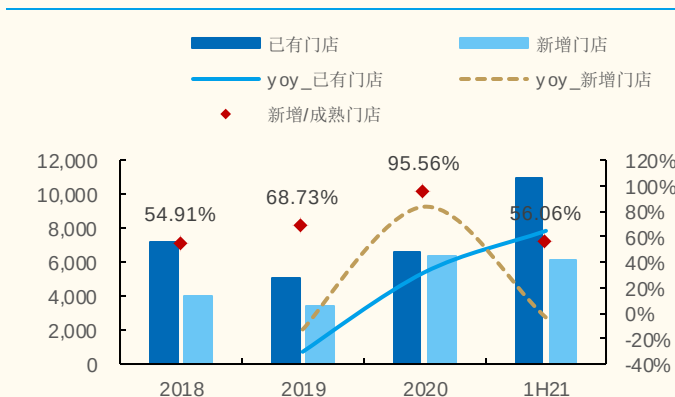
3.1.2、店效、坪效随开店放缓持续提升，新店爬坡期缩短

2019 年公司年店均收入 536.38 万元，同比降 26.61%，已有门店和新开门店的月坪效同比-30.29%、-12.75%，呈下降趋势一方面是因为公司大量开店导致的客流分散和新店爬坡期拉低店均营收，另一方面是因为随着互联网流量迁向短视频平台，公司对于品牌推广仍处于探索中导致总营收增长放缓。2020 年公司年店均收入实现 717.44 万元、同比增 33.76%，已有门店月坪效分别实现 6644.61 元/平方米，同比增长 32.02%。店效、坪效明显回升，一方面系公司调整开店策略，新开门店以填补空白城市、空白商圈为主，拓店速度放缓、新店爬坡期对整体的影响减弱，另一方面系公司持续优化门店运营，提升客户服务水平和品牌影响力。另外，新增门店的月坪效从 2018 年占比成熟门店的 54.91%提升至 2020 年的 95.56%，新店爬坡期限缩短、起步经营效率提升。

图表 47：2018-1H21 公司年店均收入及增速（万元，%）



图表 48：2018-1H21 公司新旧门店坪效、增速以及新增已有门店月坪效比重（元/平方米/月，%）



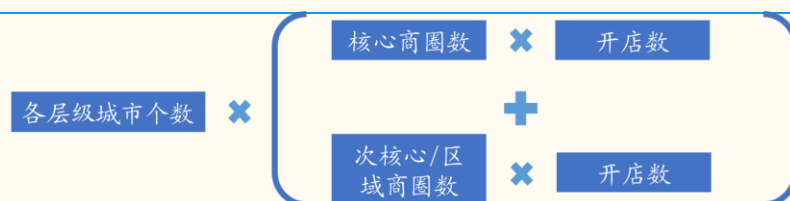
来源：公司招股说明书，国金证券研究所（注：店均收入=门店收入/各月末营业店铺数量平均值）

3.2、空间测算：未来开店规模有望超过 1600 家

基于公司全自营，所售产品高单价、低频次的特点，并考虑到公司计划优先覆盖优质空白区域的拓店策略，我们认为城市的消费水平、商圈的选择以及对密度覆盖的把控对于门店选址极为关键，未来公司的重点开店方向在于开拓一线、新一线城市的优质区域商圈，以及入驻二线及以下城市核心商圈。经过我们的预测，长期来看公司的门店规模达到 1611 家，具体测算过程如下：

- **测算原理：**不同层级城市的核心/次核心/区域商圈数量不同，人流量和购买水平也有所差异，我们计划在不同层级城市的不同类型商圈开设相应的门店数，以此来预测公司在全国的开店空间。

图表 49：商圈开店测算公式



来源：国金证券研究所

■ 测算假设：

(1) 我们根据第一财经和新一线城市研究所联合发布的《2021 城市商业魅力排行榜》对城市进行划分，主要考虑商业资源集聚度、城市枢纽性、城市人活跃度、生活方式多样性和未来可塑性五项指标。

(2) 由于我们基于公司长期渠道空间做出测算，我们分别从一线、新一线、二线、三线、四线城市中选取同层级中较发达的城市北京、成都、昆明、海口、西宁作为样本城市。

(3) 由于各级城市对核心/次核心商圈的划定标准不同，我们通过对比主要一二线城市商圈业态、主力店、人流、交通等情况，并结合消费能力差距，将各样本城市中 LV、卡地亚、Gucci、Tiffany 等奢侈品牌门店数量取平均值作为城市核心商圈数参考；选取各样本城市中优衣库入驻商圈的数量（减去核心商圈数后）作为次核心/区域商圈数的参考。

(4) 基于我们的开店原理，我们认为公司将重点覆盖高线城市的次核心/区域商圈，以及保证中低线城市核心商圈至少覆盖一家门店。

- **测算结果：**在我们的测算模型下，未来公司总门店开店空间在 1611 家，其中一线城市 312 家（占比 19%）、新一线城市 510 家（32%）、二线城市 498 家（31%）、三线城市 210 家（13%）、四线城市 81 家（5%）；核心商圈的门店数达到 400 家（25%），次核心/区域商圈门店数达到 1211 家（75%）。

图表 50：开店空间测算结果

	城市数（个）	每个城市核心商圈（个）	每个核心商圈店数（家）	每个城市次核心/区域商圈（个）	每个次核心/区域商圈店数（家）	总店数（家）
一线城市	4	6	3	50	1.2	312
新一线城市	15	4	2.5	24	1	510
二线城市	30	2	1.8	13	1	498
三线城市	70	1	1	4	0.5	210
四线城市	90	0	1	3	0.3	81
合计	209	核心商圈门店数：	400	次核心/区域商圈门店数：	1211	1611

来源：国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

我们预测 2021-23 年公司营收分别为 46.2/61.0/79.8 亿元，同比增长 88%/32%/31%，归母净利润分别为 13.0/16.7/21.3 亿元，同比增长 131%/28%/28%，对应 EPS 为 3.25/4.16/5.33 元。核心假设如下：

收入端：拆分为线上营收、线下直营、线下联营、经销及其他。

(1) 线上：2020 年公司重点布局短视频平台吸引年轻消费者，叠加疫情影响线下门店经营导致客流转移到电商平台，线上营收同比增长 76%。随着公司在短视频、社交媒体的进一步发力，品牌认知度提高继续带动线上营收高增长，预计 21-23 线上营收分别实现 5.1/9.1/14.4 亿元，同比增长 128%/78%/59%。毛利率稳定在 68%-70%区间内。

(2) 线下直营：2019-20 年公司净增门店 41/47 家，主要覆盖高线城市核心商圈，并把控开店密度以优先覆盖空白区域。随着公司将 7.4 亿募集资金用于渠道拓展，我们认为公司将加大开店力度覆盖一二线城市优质次核心/区域商圈及下沉低线城市核心商圈，2021-23 净增门店 221/138/167 家，高速拓店下店效略有下降，同比+8%/-3%/-2%。综上，我们预计公司 2021-23 线下直营收入达到 37.1/45.3/55.5 亿元，同比增长 82%/22%/23%。毛利率稳定在 71%左右水平，与往年基本一致。

(3) 线下联营：整体占比不足 10%体量较小，我们预计 2021-23 该部分营收 3.7/6.3/9.4 亿元，同比增长 95%/72%/50%。毛利率维持在 70%左右。

费用端：公司计划将部分募集资金用于渠道开拓、信息系统及研发中心建设，预计拓店提速将带来较高的门店租金、装修以及铺货费用，且信息化建设带来的开发费用等导致管理费用提升。但考虑到公司营收快速增长带来的规模效应，我们预计 2021-23 销售费用率为 27%/30%/30%，管理费用率为 4.0%/3.7%/3.6%。

图表 51: 迪阿股份营收拆分 (百万元, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1648.93	2448.12	4600.73	6082.34	7953.79
yoy	10.43%	48.47%	87.93%	32.20%	30.77%
主营业务毛利率	71.02%	69.77%	70.09%	70.09%	70.31%
线上营收	126.49	223.00	508.44	905.02	1438.98
yoy	-21.85%	76.30%	128%	78%	59%
占比	7.67%	9.11%	11.05%	14.88%	18.09%
毛利率	70.20%	64.60%	68%	68%	69%
线下直营营收	1413.56	2037.74	3705.09	4527.18	5549.61
yoy	9%	44%	82%	22%	23%
占比	85.73%	83.24%	81%	74%	70%
毛利率	71.15%	70.45%	70.80%	71.00%	71.00%
门店数量	277	324	545	683	850
净增门店	41	47	221	138	167
单店店效	5.10	6.29	6.80	6.63	6.53
单店yoy	-7.2%	23.2%	8.1%	-2.5%	-1.5%
线下联营营收	108.88	187.28	365.20	628.14	942.21
yoy	222.00%	72.00%	95%	72%	50%
占比	6.60%	7.65%	7.94%	10.33%	11.85%
毛利率	70.21%	68.51%	70%	69%	70%
经销及其他	15.58	16.38	22.00	22.00	23.00
占比	0.94%	0.67%	0.48%	0.36%	0.29%
毛利率	-15.48%	10.61%	10%	10%	10%
公司总营收	1664.51	2464.50	4622.73	6104.34	7976.79
yoy	10.96%	48.06%	87.57%	32.05%	30.67%
毛利率	70.21%	69.37%	70.14%	70.13%	70.34%
归母净利润	263.91	563.30	1301.88	1665.20	2132.96
yoy	-3.18%	113.44%	131.11%	27.91%	28.09%
净利率	15.86%	22.85%	28.16%	27.28%	26.74%
EPS	0.73	1.56	3.25	4.16	5.33

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

4.2、可比估值

预计公司 2021-23 归母净利润为 13.02/16.65/21.33 亿元, 对应 EPS 为 3.25/4.16/5.33 元。

我们选取 3 家 A 股珠宝公司作为可比公司对迪阿股份进行估值, 2021-23 年三家平均 PE 为 15/12/11 倍。考虑到迪阿股份相较于可比公司品牌内涵更加独特且表现出较高的成长性, 我们给予公司 2022 年 25 倍估值, 对应市值 416 亿元, 目标价格为 104.07 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 52：可比公司估值

股票名称	股价(元)	EPS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
周大生	16.69	1.24	1.52	1.81	15.3	12.5	10.5
老凤祥	46.50	-	3.91	4.45	-	12.6	11.1
潮宏基	5.23	0.39	0.46	0.54	14.7	12.2	10.4
平均	-	-	-	-	15.0	12.4	10.7
迪阿股份	85.16	3.25	4.16	5.33	28.0	25.0	23.0

来源：国金证券研究所（可比公司为 wind 一致预期，收盘价对应日期为 2022 年 3 月 11 日）

5、风险提示

对品牌价值及购买规则维护不力：公司以“一生只送一人”的理念作为核心驱动力，如果不能很好维持该模式对应的凭身份证购买机制，会对品牌价值及经营带来较大的冲击。

快速开店导致经营管理能力不足：公司目前处于快速开店阶段，如果对于门店的管理、人员服务质量的培训速度赶不上开店速度，将会导致公司服务品质有所下降，对品牌形象及业绩带来较大影响。

结婚人数下滑加速：由于公司产品与婚恋高度相关，若未来结婚人数加速下滑，可能会导致公司营收能力受到影响。

流量红利消失风险：公司重点布局短视频平台进行品牌内涵的输出及拓宽消费者触达面，若未来平台流量红利消失可能会对公司有一定影响。

限售解禁：公司 2022 年 6 月 15 日将有 227.88 万股解禁上市流通，占解禁前流通股的 6.67%，占总股本的 0.57%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,500	1,665	2,464	4,623	6,104	7,977	货币资金	101	162	181	2,837	1,201	5,120
增长率		11.0%	48.1%	87.6%	32.1%	30.7%	应收账款	66	88	170	228	313	389
主营业务成本	-453	-496	-755	-1,381	-1,824	-2,366	存货	200	213	297	492	640	846
%销售收入	30.2%	29.8%	30.6%	29.9%	29.9%	29.7%	其他流动资产	256	422	970	3,004	5,527	3,061
毛利	1,047	1,169	1,710	3,242	4,281	5,611	流动资产	623	884	1,619	6,561	7,680	9,416
%销售收入	69.8%	70.2%	69.4%	70.1%	70.1%	70.3%	%总资产	82.9%	85.5%	83.8%	88.2%	85.2%	84.4%
营业税金及附加	-101	-94	-130	-240	-314	-419	长期投资	0	0	156	513	813	1,117
%销售收入	6.7%	5.7%	5.3%	5.2%	5.2%	5.3%	固定资产	2	4	3	29	43	48
销售费用	-500	-674	-729	-1,265	-1,831	-2,425	%总资产	0.2%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%
%销售收入	33.3%	40.5%	29.6%	27.4%	30.0%	30.4%	无形资产	74	78	80	266	406	503
管理费用	-85	-120	-160	-185	-226	-287	非流动资产	129	151	313	881	1,336	1,741
%销售收入	5.6%	7.2%	6.5%	4.0%	3.7%	3.6%	%总资产	17.1%	14.5%	16.2%	11.8%	14.8%	15.6%
研发费用	-11	-13	-17	-27	-34	-52	资产总计	752	1,035	1,932	7,442	9,016	11,157
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	352	267	673	1,525	1,876	2,428	应付款项	87	171	370	466	624	786
%销售收入	23.4%	16.0%	27.3%	33.0%	30.7%	30.4%	其他流动负债	169	187	434	382	491	717
财务费用	-8	-7	-11	45	61	95	流动负债	256	358	804	848	1,116	1,503
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	-1.0%	-1.0%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	10	3	11	-1	4	3	其他长期负债	6	8	9	10	11	12
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0	负债	263	366	813	858	1,127	1,515
投资收益	10	10	16	30	105	94	普通股股东权益	489	669	1,118	6,584	7,889	9,642
%税前利润	2.8%	3.3%	2.3%	1.9%	5.1%	3.6%	其中：股本	100	360	360	400	400	400
营业利润	360	290	692	1,599	2,045	2,620	未分配利润	331	240	641	1,623	2,928	4,681
营业利润率	24.0%	17.4%	28.1%	34.6%	33.5%	32.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	-1	0	0	0	负债股东权益合计	752	1,035	1,932	7,442	9,016	11,157
税前利润	360	290	692	1,599	2,045	2,620	比率分析						
利润率	24.0%	17.4%	28.1%	34.6%	33.5%	32.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-87	-26	-128	-297	-380	-487	每股指标						
所得税率	24.3%	9.0%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%	每股收益	2.73	0.73	1.56	3.25	4.16	5.33
净利润	273	264	563	1,302	1,665	2,133	每股净资产	4.89	1.86	3.11	16.46	19.72	24.10
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.55	0.98	2.40	2.71	4.21	5.72
归属于母公司的净利润	273	264	563	1,302	1,665	2,133	每股股利	0.15	0.20	0.70	0.80	0.90	0.95
净利率	18.2%	15.9%	22.9%	28.2%	27.3%	26.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	55.73%	39.43%	50.37%	19.77%	21.11%	22.12%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	36.27%	25.50%	29.16%	17.49%	18.47%	19.12%
净利润	273	264	563	1,302	1,665	2,133	投入资本收益率	54.42%	36.31%	48.98%	18.83%	19.34%	20.48%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	20	46	39	57	112	179	主营业务收入增长率	34.27%	10.96%	48.06%	87.57%	32.05%	30.67%
非经营收益	-12	-9	-24	-23	-104	-93	EBIT增长率	6.53%	-24.04%	151.96%	126.56%	23.02%	29.47%
营运资金变动	-126	50	285	-251	12	71	净利润增长率	8.83%	-3.18%	113.44%	131.11%	27.91%	28.09%
经营活动现金净流	155	351	864	1,085	1,685	2,289	总资产增长率	32.88%	37.68%	86.65%	285.27%	21.15%	23.74%
资本开支	-57	-69	-40	-277	-261	-279	资产管理能力						
投资	-4	-207	-667	-2,349	-2,805	2,195	应收账款周转天数	10.9	16.1	18.5	17.0	18.0	17.3
其他	10	10	15	30	105	94	存货周转天数	131.2	152.0	123.4	130.0	128.0	130.5
投资活动现金净流	-51	-266	-692	-2,596	-2,961	2,010	应付账款周转天数	31.1	33.4	35.9	35.0	36.0	40.0
股权募资	0	0	0	4,484	0	0	固定资产周转天数	0.4	1.0	0.5	2.3	2.6	2.2
债权募资	0	0	0	2	0	0	偿债能力						
其他	-150	-91	-122	-320	-360	-380	净负债/股东权益	-41.14%	-75.46%	-98.63%	-57.08%	-26.90%	-62.65%
筹资活动现金净流	-150	-91	-122	4,166	-360	-380	EBIT利息保障倍数	45.5	39.8	59.3	-33.7	-31.0	-25.6
现金净流量	-46	-5	50	2,655	-1,636	3,919	资产负债率	34.93%	35.33%	42.10%	11.53%	12.50%	13.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	12	16	24	24
增持	1	3	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.20	1.24	1.23	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402