

迪阿股份 (301177.SZ) 国内婚恋珠宝定制新势力，以唯一之名为真爱代言

2022 年 03 月 23 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

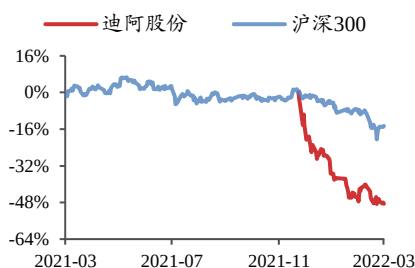
黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

日期	2022/3/23
当前股价(元)	84.80
一年最高最低(元)	180.00/82.21
总市值(亿元)	339.21
流通市值(亿元)	28.99
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.34
近 3 个月换手率(%)	426.41

股价走势图



数据来源：聚源

● 崭露头角的珠宝定制新兴品牌，首次覆盖给予“买入”评级

迪阿股份是主打定制婚恋首饰的新兴珠宝品牌。我们认为，我国年轻一代消费者的情感表达需求突出，驱动婚恋用钻石首饰消费持续增长。公司依托强营销能力和精准定位把握消费需求，绑定“真爱”主题深化品牌认知，构筑高竞争壁垒；定制化产品模式和轻资产自营门店扩张，有望驱动未来持续高成长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 13.02/17.30/22.97 亿元，对应 EPS 为 3.26/4.33/5.74 元，当前股价对应 PE 为 26.0/19.6/14.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 钻石首饰：婚恋场景消费潜力大，契合年轻群体情感表达需求

2021 年我国钻石首饰销售额达到 605 亿元，正从疫情中快速恢复；未来受益于钻石与爱情绑定宣传深化（婚恋需求）和国民消费水平提升（悦己需求），我国钻饰消费有望量价齐升。通过对年轻消费者画像分析，我们看到爱情仍是大众心之向往，婚恋场景下，优质钻饰产品在情感表达、安全感提供等方面价值愈加突出。面对年轻消费者，如何“理解、触达、引发共鸣”，成为品牌端竞争关键。

● 立足“人货场”打造珠宝定制新兴品牌，定制化产品、轻资产扩张驱动高成长

公司作为国内珠宝定制新兴品牌，已在婚恋场景中建立充分消费者认知，“男士一生仅能定制一枚”深入人心。公司立足“人货场”，打造珠宝定制品牌新范式：（1）“人”：聚焦年轻一代婚恋需求，深度把握流量变迁趋势，借助短视频等渠道高效传播、抢占消费者心智，通过出售情感价值而非商品价值，构建品牌壁垒。（2）“货”：以定制化为核心，突出婚恋场景中的个性和唯一性，深化品牌形象，增值服务进一步提升利润空间；深度把握 DTC 模式内核，实现低库存、高周转。（3）“场”：搭建全渠道销售体系，线上多元触达消费者，线下全自营门店保障品牌形象和服务体验；公司单店模型优秀、盈利能力突出，扩店空间较为广阔。长期来看，公司在婚恋场景下已树立鲜明品牌形象、建立消费者认知，定制化产品模式和轻资产自营门店扩张，有望驱动公司未来持续高成长。

● **风险提示：**疫情反复、行业竞争加剧、加盟拓展不及预期、商誉减值风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,665	2,464	4,623	6,123	8,101
YOY(%)	11.0	48.1	87.6	32.5	32.3
归母净利润(百万元)	264	563	1,302	1,730	2,297
YOY(%)	-3.2	113.4	131.2	32.9	32.8
毛利率(%)	70.2	69.4	70.0	69.6	69.3
净利率(%)	15.9	22.9	28.2	28.3	28.4
ROE(%)	39.4	50.4	18.4	19.6	20.7
EPS(摊薄/元)	0.66	1.41	3.26	4.33	5.74
P/E(倍)	128.5	60.2	26.0	19.6	14.8
P/B(倍)	50.7	30.3	4.8	3.8	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 婚恋珠宝定制新势力，以唯一之名为真爱代言	4
1.1、 迪阿股份：围绕真爱主题运营品牌，定制化模式崭露头角	4
1.2、 2020 年以来步入快速增长期，盈利能力突出	6
2、 钻石首饰：国内市场蓬勃发展，“爱情表达”需求潜力大	7
2.1、 我国钻饰消费有望迎来渗透率和客单价双升，婚恋场景仍占主导	7
2.2、 年轻一代依然向往爱情，情感表达诉求需要优质钻饰产品助力	9
3、 迪阿股份：立足“人货场”，打造珠宝定制品牌新范式	11
3.1、 “人”：精准营销投放直击年轻客群痛点，深筑品牌竞争壁垒	11
3.2、 “货”：定制化模式体现 DTC 特征，实现低库存、高周转	14
3.3、 “场”：搭建全渠道销售体系，轻资产自营门店快速扩张	17
3.4、 公司单店模型优秀、盈利能力强，未来扩店空间广阔	19
4、 盈利预测与投资建议	21
4.1、 关键假设	21
4.2、 盈利预测与估值	21
5、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1： 迪阿股份具备深厚营销基因，打造核心品牌“DR”，2021 年成功上市	4
图 2： 公司主要经营求婚钻戒、结婚钻戒及其他饰品	4
图 3： 求婚钻戒销售占据公司营收主要部分	4
图 4： 公司股权较为集中，由创始人张国涛、卢依雯夫妇实际控制	5
图 5： 迪阿股份围绕定制化打造高效运营模式	5
图 6： 2020 年以来公司营收快速增长	6
图 7： 2020 年以来公司归母净利润快速增长	6
图 8： 公司盈利能力在行业内居领先地位	6
图 9： 2020 年以来公司整体费用率有明显下降	6
图 10： 2021 年全球钻石首饰销售强势反弹	7
图 11： 我国钻石首饰市场也在从疫情影响中恢复	7
图 12： 婚恋场景是我国钻石首饰消费的主要场景	7
图 13： 钻石首饰有望在更多消费场景中满足悦己需求	7
图 14： 我国钻石首饰市场渗透率较美日有明显差距	8
图 15： 我国钻石首饰市场渗透率越往低线城市越低	8
图 16： 我国人均钻饰消费额同美日比上升空间大	8
图 17： 千禧一代为我国钻石首饰的消费主力	8
图 18： 近年来我国结婚登记对数逐年小幅减少	9
图 19： 我国婚礼钻石首饰件均价与发达国家仍有差距	9
图 20： 网络用语“这对 CP 锁了”热度高涨	9
图 21： 年轻一代将对亲密关系的向往投射到荧幕 CP 上	9
图 22： 害怕婚姻失败是超半数空窗女性不婚的重要原因	10
图 23： 安全感是维系爱情、开启婚姻的核心因素	10

图 24: 公司主要消费者年龄在 34 岁以下 (2021H1)	11
图 25: Z 世代消费者关注珠宝首饰国货	11
图 26: DR 的 slogan 为“男士一生仅能定制一枚 DR”	11
图 27: 购买 DR 产品时品牌提供购买须知与真爱协议	11
图 28: 公司线上宣传矩阵丰富	12
图 29: DR 官网记录明星故事	12
图 30: DR 线上平台粉丝数量行业领先 (2022 年 2 月)	12
图 31: DR 擅长短视频创作及热门话题制作	12
图 32: 公司在地铁站投放多种形式广告	13
图 33: 线下推广投入中户外广告及主题展占比高	13
图 34: 营销重点从社交网络分流向电商平台及视频媒介	13
图 35: 公司线上线下推广费用率呈下降趋势	13
图 36: 公司定制产品销售占比高且稳定	14
图 37: DR 官网提供丰富定制选项	14
图 38: 线下门店与顾客深度沟通了解个性化需求	14
图 39: 公司存货周转率行业领先	14
图 40: 公司自研产品收入占比不断提升	15
图 41: 公司前五大委托加工商占比分散 (2021H1)	15
图 42: 公司主要产品销售量整体呈上升趋势	15
图 43: 公司求婚钻戒、结婚对戒毛利率较高	15
图 44: 从销售额占比看, 求婚钻戒低价格段起量	16
图 45: 求婚钻戒低价格段销售量增长较快	16
图 46: DR 官网提供求婚策划及婚礼策划服务	16
图 47: 公司收入主要来源于线下渠道	17
图 48: 公司线下收入主要来源于直营店	17
图 49: 公司在官网、天猫及京东等线上渠道布局	17
图 50: 公司线上收入主要来自官网、天猫及京东	17
图 51: 公司设立真爱旗舰店	18
图 52: 行业对比看, 公司自营店占比高	18
图 53: 公司店均存货量显著低于行业平均水平	18
图 54: 公司门店数量稳定增长	18
表 1: 国内外钻石首饰品牌的宣传标语均体现出消费者情感需求	10
表 2: 公司单店模型优秀	19
表 3: 中性假设口径下, 预计迪阿股份未来扩店上限为 1761 家, 空间较大	20
表 4: 迪阿股份具备新消费属性、成长性突出, 相较传统珠宝品牌应享有一定估值溢价	21

1、婚恋珠宝定制新势力，以唯一之名为真爱代言

1.1、迪阿股份：围绕真爱主题运营品牌，定制化模式崭露头角

迪阿股份围绕真爱主题打造核心品牌“DR”，“一生·唯一·真爱”观念深入人心。迪阿股份公司前身茵赛特咨询主营市场营销策划，2011年开始转入珠宝行业，为婚恋人群定制高品质求婚钻戒等钻石镶嵌饰品。公司核心自有品牌“DR”坚持“男士一生仅能定制一枚”求婚钻戒的原则，向消费者传达品牌“一生·唯一·真爱”的爱情观。DR早期凭借独特品牌理念获得消费者广泛关注，近几年来发力品牌营销，在消费者心智教育方面大获成功，已成为婚恋场景下备受瞩目的新锐珠宝品牌。截至2021年9月末，DR在微博、微信、抖音、快手等平台上共拥有2000万余粉丝，线下门店数量达到425家，其中包括直营店395家、联营店30家。

图1：迪阿股份具备深厚营销基因，打造核心品牌“DR”，2021年成功上市



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

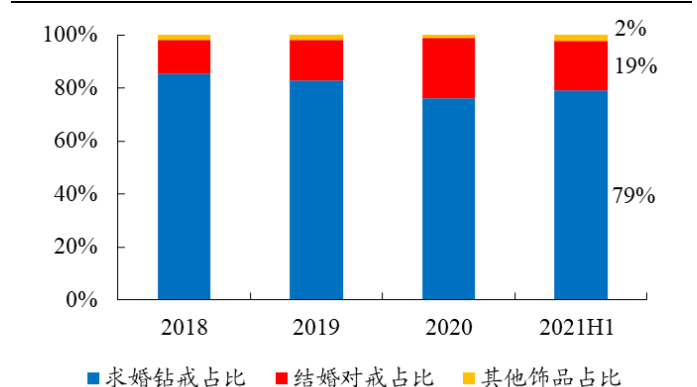
深耕珠宝定制赛道，核心产品包括求婚钻戒、结婚对戒和其他饰品。公司主要产品包括求婚钻戒、结婚对戒和其他饰品，分别对应拥有“D-DESTINY”、“DARRY RING”、“MY HEART”等多个系列。（1）核心产品为求婚钻戒，亮点是定制化，充分呼应“唯一”真爱理念，在公司收入占比常年维持在八成左右。（2）结婚对戒产品同样接受定制，且公司在2019年下半年解除女戒的首次购买限制，即顾客在不购买钻戒的情况下可直接购买女戒或对戒（同样需要男士绑定身份证信息），充分满足消费者在经济实力无法承担钻戒时的消费需求，助推结婚对戒销售额增长。（3）其他饰品包括项链、耳饰、吊坠等，主要满足消费者在纪念日等场景下的情感表达和悦己需求。

图2：公司主要经营求婚钻戒、结婚钻戒及其他饰品



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

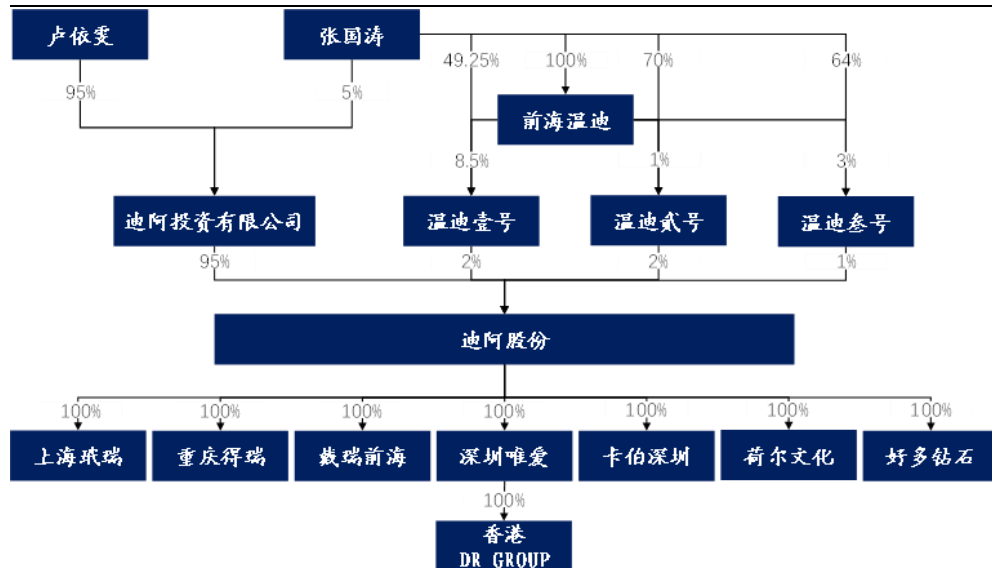
图3：求婚钻戒销售占据公司营收主要部分



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司股权较为集中，创始人夫妇品牌运营功底深厚。公司控股股东为迪阿投资，直接持有公司 95%股权；实际控制人为创始人张国涛、卢依雯夫妇，通过直接及间接方式合计持有公司 98.25%股权。创始人夫妇均为 85 后年轻创业者，具备丰富市场营销策划经验，他们通过挖掘年轻客群对婚恋的情感诉求和消费理念，塑造鲜明且独特的品牌理念与形象，助力 DR 品牌在钻石首饰行业市场竞争中一步步脱颖而出。

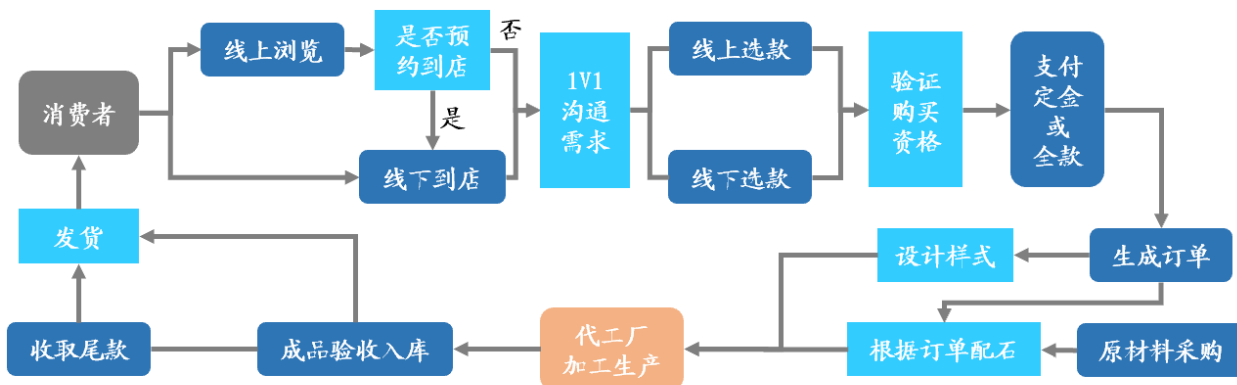
图4: 公司股权较为集中, 由创始人张国涛、卢依雯夫妇实际控制



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

以客户需求为导向践行珠宝定制，搭建全渠道 DTC 销售流程。公司坚持“一生只送一人”的理念，在消费者首次购买产品时，会将购买人的身份证与受赠人信息绑定并赠送“真爱协议”，此后男士所购买的 DR 产品均只能赠与唯一受赠人。而在实际销售中，公司深刻把握 DTC（Direct To Customer）模式要义，以客户需求为导向进行设计、生产，具体大致业务流程为：首先，客户找到公司沟通需求，确定首饰风格、款式、材质等个性化内容，然后由公司根据顾客需求设计首饰样式并调取原材料（主要是钻石/宝石），交由上游合作代工厂进行加工生产，最后将成品交付给消费者。品牌方（DR）从接单到完成产品交付间隔周期一般不超过 30 天。

图5: 迪阿股份围绕定制化打造高效运营模式

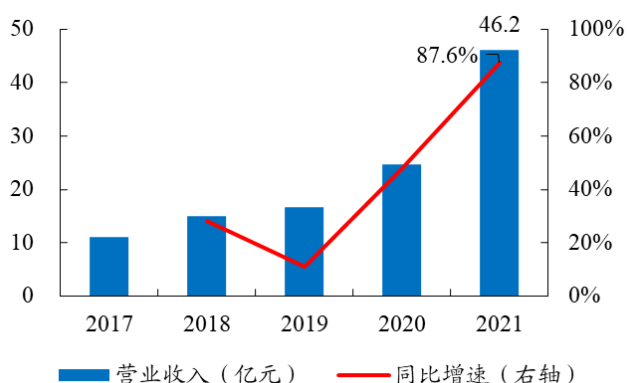


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2、2020 年以来步入快速增长期，盈利能力突出

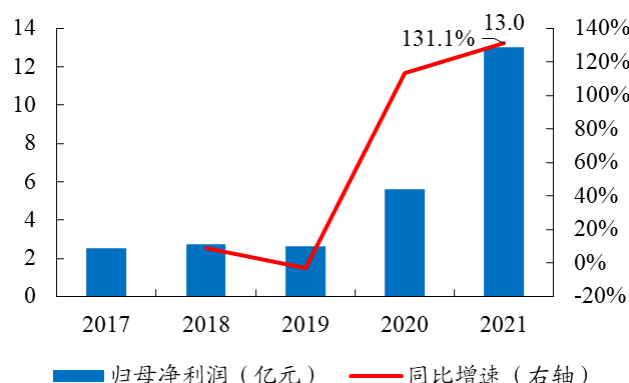
公司抢抓机遇灵活调整战略，带动经营业绩快速增长。根据公司业绩快报：2021 年实现营业收入 46.2 亿元（+87.6%），归母净利润 13.0 亿元（+131.1%），表现亮眼。此外，公司发布 2022 年 1-2 月经营数据：1-2 月实现营业收入约 7.96 亿元（+32%）、归母净利润约 2.29 亿元（+38%）。近年来，公司营收与利润增长明显提速。我们认为，公司经营业绩持续亮眼表现与其抢抓机遇，灵活调整战略有密切关联：（1）产品端，解除对结婚对戒中女戒产品的首次购买限制，进一步挖掘潜在消费者；（2）营销端，有的放矢优化品牌传播，加大在抖音、快手等短视频平台投入；（3）渠道端，积极调整开店策略，从原有区域密布转变为广泛覆盖。通过行之有效的战略调整与投入，公司品牌力得到快速提升，在婚恋首饰市场消费者认知中已打下坚实基础。

图6：2020 年以来公司营收快速增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

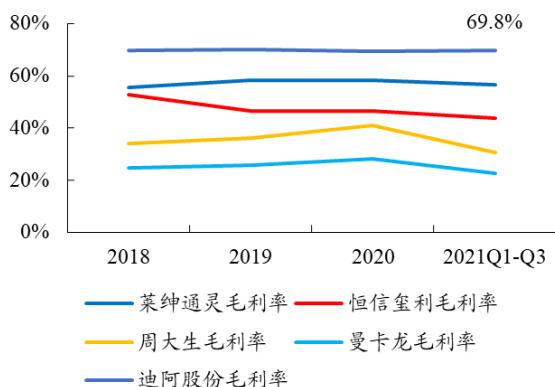
图7：2020 年以来公司归母净利润快速增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

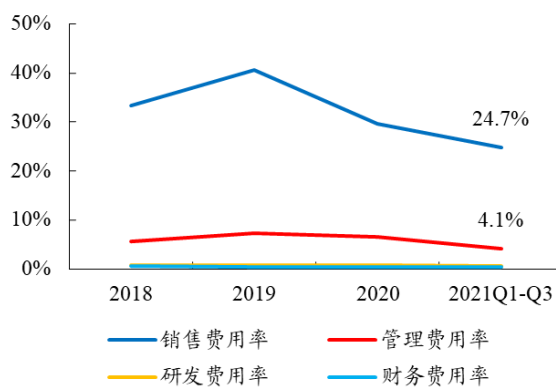
公司模式优秀，毛利率稳定、费用率逐步优化，盈利能力相对突出。2021 年公司毛利率达到 70%，盈利能力业内领先且常年保持稳定。高毛利率主要来源于公司采用全自营销售模式，省去了加盟商渠道批发分润，叠加通过赋予产品情感内涵形成清晰品牌辨识度、定制化模式及丰富增值服务，为产品带来了较高溢价空间。费用方面，公司最大支出项为销售费用，主要包括自营模式下的全部门店开支和短视频渠道推广营销投入等。2020 年以来，随着公司销售规模增长，费用摊薄效应显现，叠加公司高效费用管控和成本结构优化，共同推动公司销售费用率明显下降；考虑到公司前期宣传推广投入已逐步体现成效，我们认为未来相关投入有望保持稳定。

图8：公司盈利能力在行业内居领先地位



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图9：2020 年以来公司整体费用率有明显下降



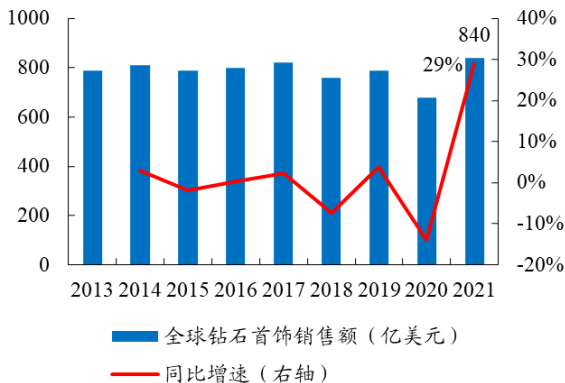
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2、钻石首饰：国内市场蓬勃发展，“爱情表达”需求潜力大

2.1、我国钻饰消费有望迎来渗透率和客单价双升，婚恋场景仍占主导

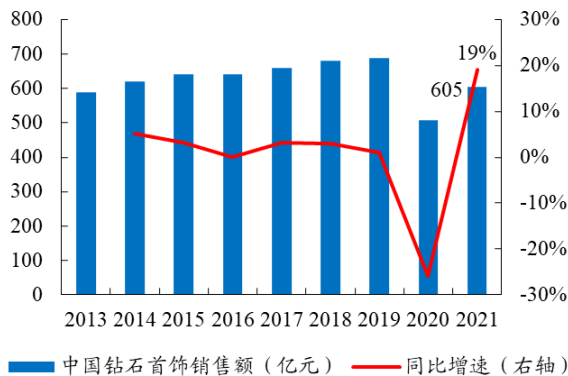
从钻石首饰终端市场来看，全球整体趋于稳定，我国稳步增长。根据贝恩咨询发布的《国际钻石行业 2021-2022 报告》数据，全球钻石首饰销售额 2021 年达到 840 亿美元，同比增长 29%，已超过疫情前 2019 年的水平；而我国 2021 年钻石首饰销售额亦达到 605 亿元，同比增长 19%，正从疫情影响中逐步恢复。虽然钻石消费理念源自西方国家，但其“独一无二、坚贞永恒”的寓意在我国终端销售市场也颇受欢迎，目前我国已成为全球仅次于美国的第二大钻石首饰消费市场。

图10：2021 年全球钻石首饰销售强势反弹



数据来源：De Beers、贝恩咨询、开源证券研究所

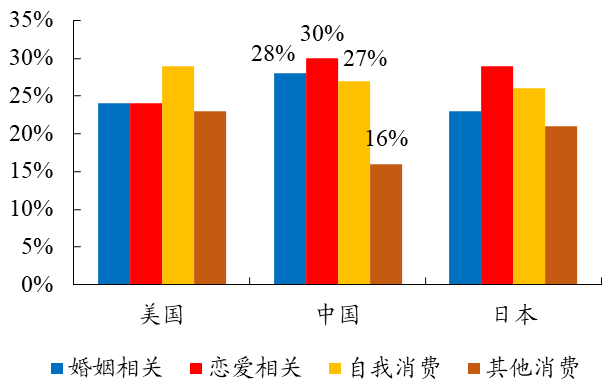
图11：我国钻石首饰市场也在从疫情影响中恢复



数据来源：De Beers、贝恩咨询、开源证券研究所

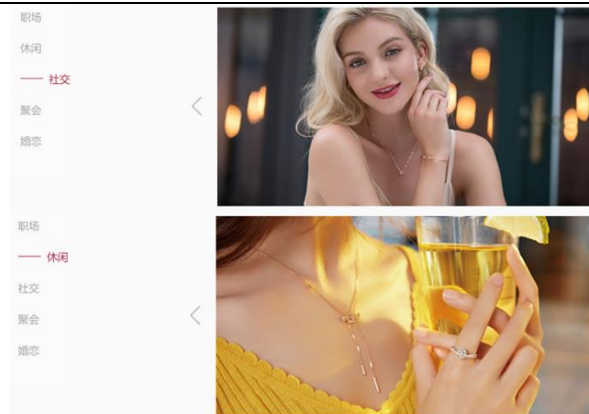
婚恋需求仍占钻饰消费主导，但日常悦己需求也已在快速萌发。从消费场景看，婚恋是我国钻石首饰消费的主要场景，占比达58%，相较之下美国/日本分别为48%/52%，该指标差异与国内外钻石首饰消费的发展历程关联密切。钻石首饰初入我国时，一句“钻石恒久远、一颗永流传”深入人心，绑定“真爱”让其成功将婚恋场景打造为基本盘。而在市场更成熟的发达国家，已有越来越多消费者出于“悦己”需求购买钻石首饰，且佩戴场合也不再局限于婚礼，年会、成人礼、聚餐乃至日常生活都能让钻石闪耀。周大生、潮宏基等国内知名珠宝品牌均已发现这一趋势，发力布局满足悦己需求的镶嵌系列产品。

图12：婚恋场景是我国钻石首饰消费的主要场景



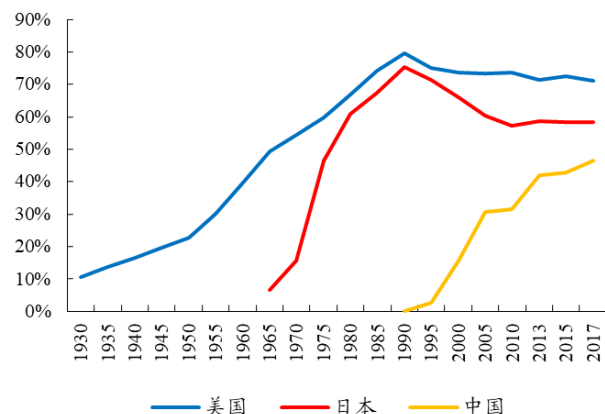
数据来源：De Beers、开源证券研究所

图13：钻石首饰有望在更多消费场景中满足悦己需求

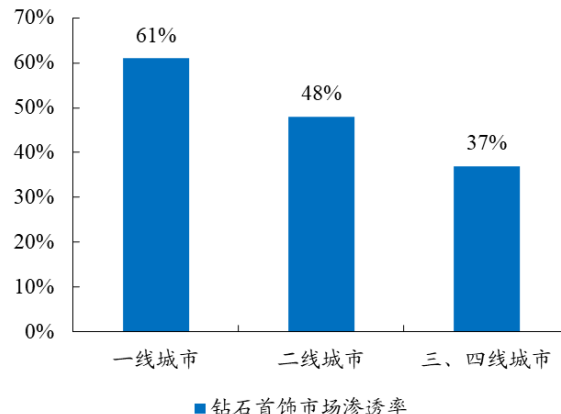


资料来源：周大生公司官网

我国钻石市场（尤其是低线城市）渗透率具备较大提升潜力。根据 De Beers 发布的《2019 年钻石行业洞察报告》，从发展时间看，我国钻石饰品市场起步较美日等发达国家晚数十年；从收到钻石首饰的新人比例看，我国钻石首饰市场渗透率距离发达国家仍有 20 个百分点以上差距；而从不同层级城市来看，越低线城市，渗透率越低。未来，对钻石与永恒爱意的绑定宣传在国内将继续深化，抖音、小红书等新兴社交媒体平台有望加速消费者（特别是低线城市的消费者）观念的培育，推动越来越多新人将钻石首饰纳为婚恋必备单品，从而推动市场消费量增长。

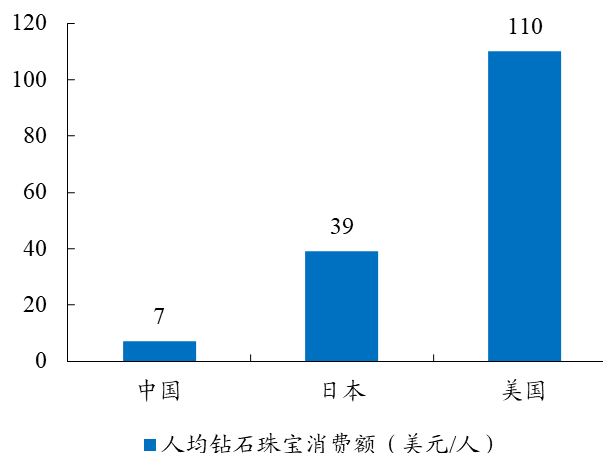
图14：我国钻石首饰市场渗透率较美日有明显差距


数据来源：De Beers、开源证券研究所

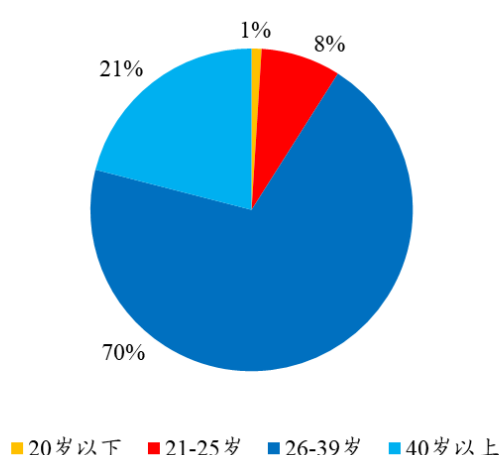
图15：我国钻石首饰市场渗透率越往低线城市越低


数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所

国民收入增长支撑钻石首饰客单价提升，千禧一代成为消费主力。根据 De Beers 和世界银行数据，2018 年美国/日本人均钻石珠宝消费额分别为 110/39 美元，分别为我国人均消费额（仅约 7 美元）的 16/6 倍；相较而言，我国人均钻石首饰消费额还有较大增长空间。随着近年来我国国民可支配收入稳健增长，更强的居民消费能力将为钻石首饰和配饰消费注入强劲增长动力。此外，从消费人群看，千禧一代（1982-2000 年间出生）是当仁不让的主力军，2017 年我国 78%（消费金额占比）的钻石首饰顾客为千禧一代，他们的消费主张鲜明，钻石闪耀也符合其突出个性的心理，与网络媒体的紧密接触让他们对于钻石产品有更深入的理解和热爱。

图16：我国人均钻饰消费额同美日比上升空间大


数据来源：De Beers、世界银行、开源证券研究所

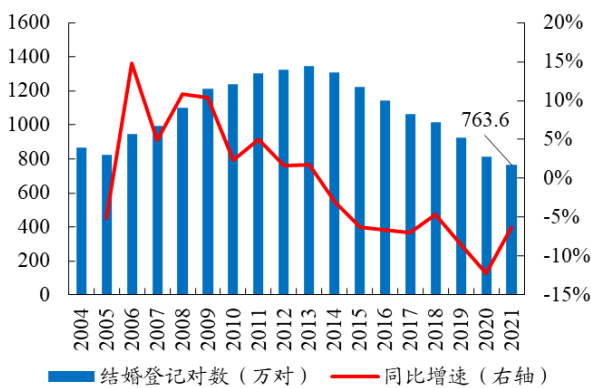
图17：千禧一代为我国钻石首饰的消费主力


数据来源：De Beers、开源证券研究所

2.2、年轻一代依然向往爱情，情感表达诉求需要优质钻饰产品助力

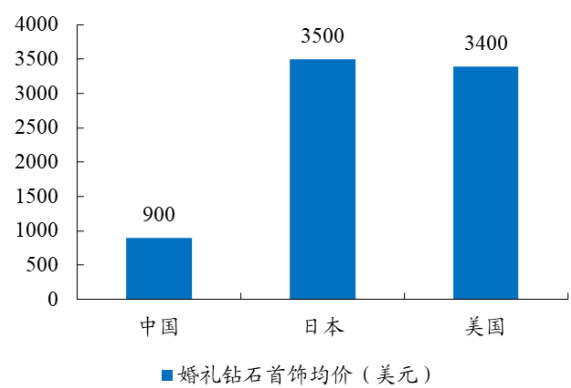
“结婚+恋爱”场景下，情感表达需求并未减少，客单价也存在较大提升空间。从我国结婚登记对数来看，2013 年阶段性峰值后开始持续下滑，2021 年为 763.6 万对。我们认为，结婚登记对数指标可能短期内未必会有明显提升，但需要注意的是，钻石首饰消费的婚恋场景本就包含“结婚+恋爱”两大部分，结婚登记人数下滑可能有当下众多年轻人出于购房、生育等压力选择恋而不婚或延后结婚等情况，但只要年轻人依然向往爱情，那么基于恋爱场景的情感表达需求就始终存在，且可能远超结婚登记对数这一表观数字。此外，客单价提升也会给市场空间带来增量：根据 De Beers《2019 年钻石行业洞察报告》，美国/日本用于婚礼场景的钻石首饰件均价分别为 3400/3500 美元，而我国该指标仅有 900 美元，横向对比仍有数倍提升空间。

图18：近年来我国结婚登记对数逐年小幅减少



数据来源：民政部、开源证券研究所

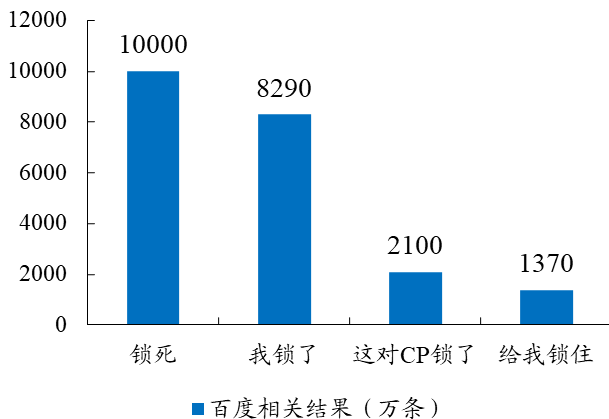
图19：我国婚礼钻石首饰件均价与发达国家仍有差距



数据来源：De Beers、开源证券研究所

网络用语“这对 CP 锁了”等热度高涨，可见年轻一代对亲密关系的向往仍然突出。2021 年，“锁死”、“我锁了”等用语在各大网络平台热度高涨，该类用语通常与“CP”文化关联紧密。所谓“CP”，一般指有亲密关系的两个人，尤其是荧幕情侣，而“锁”字则生动形象地体现了关系牢固、密不可分的状态。“锁住 CP”的高热度，从某种角度上也可以理解为观众心理的映射，即年轻一代虽然结婚率下降（同时离婚率在提升），但心中对爱情的向往并没有改变，只是在婚恋关系中多了一些顾虑与担忧，因此，也自然衍生出对爱情“上锁”的心理需求。

图20：网络用语“这对 CP 锁了”热度高涨



数据来源：百度搜索、开源证券研究所

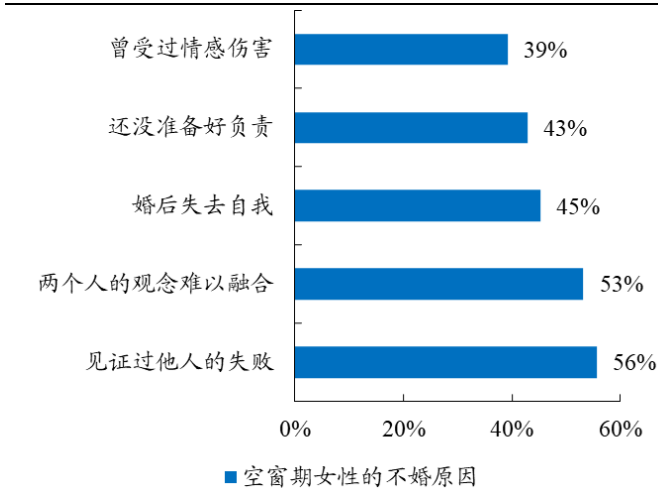
图21：年轻一代将对亲密关系的向往投射到荧幕 CP 上



资料来源：腾讯视频 APP

单身女性对失败婚姻的恐惧，也需要男性在感情表达增加对安全感的保障。壹心理《2021 年中国女性婚恋观白皮书》中对我国单身女性不婚原因的调查数据显示，超过半数女性会因为害怕婚姻失败而选择不婚。不难看出，女性对于爱情与伴侣有了更审慎的考虑，其核心便是安全感。调查显示，女性在维系爱情并最终步入婚姻时，考虑的三大首要因素分别是责任心、相互信赖和坦诚沟通，这些因素都指向安全感。在当下信息爆炸时代，每个人每天都有无数机会去接触形形色色的人，但身外世界的纷繁反而让内心的安全感变得缺失，情侣也往往会担心彼此难以长久，恐惧婚姻的漫长旅程。正因如此，男性在爱情与婚姻中给出的承诺与安全感，更显得弥足珍贵，这一点在婚恋消费场景的研究中需要格外重视。

图22：害怕婚姻失败是超半数空窗女性不婚的重要原因



数据来源：壹心理、开源证券研究所

图23：安全感是维系爱情、开启婚姻的核心因素



资料来源：壹心理

婚恋场景下钻饰产品情感价值突出，“理解、触达、引发共鸣”是品牌端竞争关键。钻石首饰消费向来强调情感价值，婚恋场景下尤其突出，这一点从国内外钻饰品牌的宣传标语中就明显看出。横向比较，国内外品牌间的定位也存在明显差别：国际品牌强调奢华属性、主打高端价位，背后依托的是百年积淀的品牌底蕴；而国内品牌则更多主打中低价格带。因此在缺乏奢侈品属性加成情况下，国内品牌想要赢得婚恋场景消费的同质化竞争，就必须在以下几方面做足功课，构筑护城河：（1）如何真正理解目标客群对“真爱”的情感需求？（2）以什么样的方式高效率地触达目标客群？（3）如何让消费者认可自身的品牌特色主张，并产生情感共鸣？

表1：国内外钻石首饰品牌的宣传标语均体现出消费者情感需求

类别	品牌名称	宣传标语
国际品牌	卡地亚	And after all this time, you're still the one I love
	蒂芙尼	Diamond lasting forever a spread far
	梵克雅宝	莎士比亚诗般浪漫的珠宝花园，精灵居住的梦境国度
国内品牌	DR	男生一生仅能定制一枚 DR
	I DO	守护每一句“我愿意”
	钻石小鸟	因为特别，所以闪耀
	珂兰	珂兰钻石，天使之爱
	佐卡伊	定制我们的专属信物，珍藏我们的无二故事

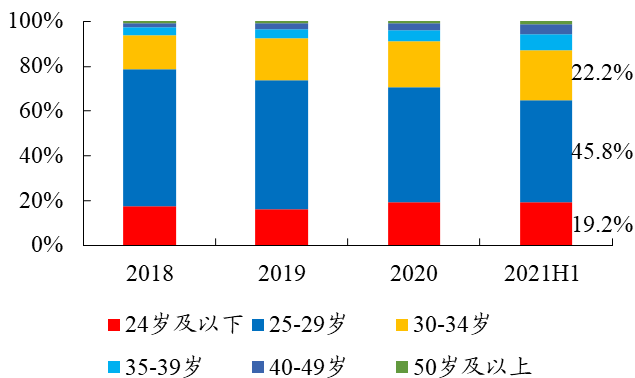
资料来源：卡地亚等公司官网、开源证券研究所

3、迪阿股份：立足“人货场”，打造珠宝定制品牌新范式

3.1、“人”：精准营销投放直击年轻客群痛点，深筑品牌竞争壁垒

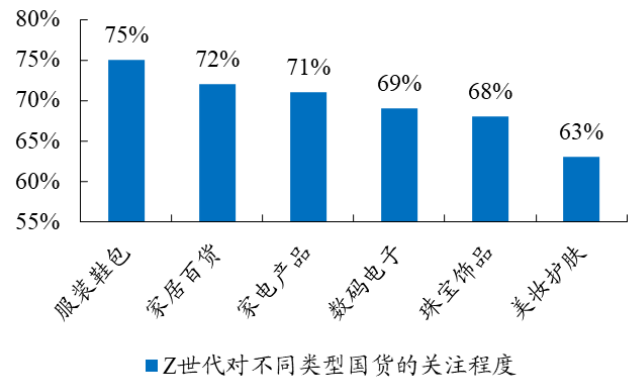
聚焦千禧一代和 Z 世代消费者，迎合年轻客群喜好。公司主要客群为年轻一代婚恋人群，所有产品体系均围绕核心定位婚恋场景打造，因此销售额也主要由 34 岁及以下年轻消费者贡献。相较而言，我国年轻一代消费者更偏好购买能引起自身共鸣的商品，希望借助品牌观念来表达自我、突出个性，也有较强的情感需求。根据麦肯锡咨询报告及新浪报告，Z 世代消费者对于可以提供定制服务的品牌接受度与喜爱度相较其他品牌更高，此外，国潮趋势下，珠宝饰品等品类也获得了较高的关注度。

图24：公司主要消费者年龄在 34 岁以下（2021H1）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图25：Z 世代消费者关注珠宝饰品国货



数据来源：2021 新青年洞察报告、开源证券研究所

着力塑造“一生·唯一·真爱”爱情观，满足消费客群情感需求，构筑品牌竞争壁垒。基于对消费者偏好的洞察和对婚恋场景消费的深刻理解，DR 推出了特殊的购买规则，即“一生只送一人”，具体体现为：消费者首次购买 DR 产品时，需绑定个人身份证与受赠人姓名，并签订真爱协议；复购仅可购买求婚钻戒以外产品，并获赠显示双方姓名的“爱的确认书”；同时线下门店配备“真爱验证”服务，可通过身份证信息查询购买记录。在产品形式上，DR 以定制为主，强化了品牌唯一性与独特性，增强了购买的仪式感，进一步具象化品牌理念与爱情观。品牌形象上，DR 通过宣传明星故事、打造全渠道流量入口、坚持全自营模式等策略，丰富品牌情感内涵，与爱情的唯一性进行深度绑定，满足消费者对纯粹爱情的情感需求，提高了品牌的不可替代性。

图26：DR 的 slogan 为“男士一生仅能定制一枚 DR”



资料来源：公司官网

图27：购买 DR 产品时品牌提供购买须知与真爱协议



资料来源：公司官网

公司对流量变迁和渠道变革趋势嗅觉灵敏、精准把握，成功抢占年轻消费者心智。公司具备浓厚营销基因，成立以来一直保持对流量变迁和渠道趋势的精准理解把握。

(1) **互联网传统平台**：公司成立初期，在百度等搜索引擎和腾讯 QQ 等社交类平台上积极投放，精准定位贴吧、社区、QQ 空间等年轻群体聚集地，以图文形式宣传推广，成功在年轻人中打出知名度；(2) **新媒体平台**：公司抓住新媒体平台崛起浪潮，发力微博、微信等社交类平台和腾讯视频、爱奇艺、优酷等视频类平台，以视频广告插入等形式，围绕爱情向网剧与网络用户加强互动；(3) **短视频平台**：2020 年以来，公司抓住短视频流量红利，发力布局抖音、快手等平台，借助短视频“短、平、快”等传播优势，以自制内容形式实现品牌爱情观的输出、触达和裂变，进一步提升了知名度、深化了品牌形象，带动公司业绩近年来快速增长。

图28：公司线上宣传矩阵丰富



资料来源：公司招股书、微博、公司官网、开源证券研究所

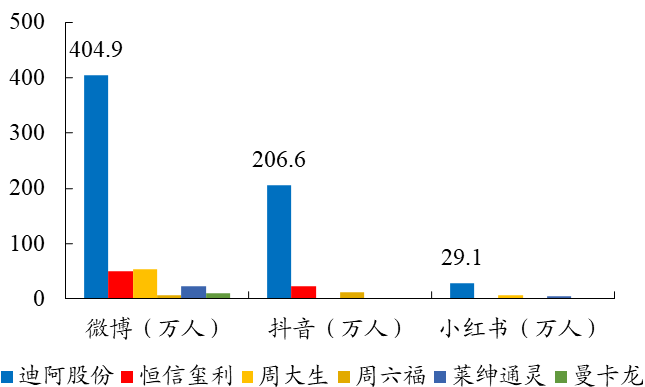
图29：DR 官网记录明星故事



资料来源：公司官网

线上：锚定年轻客群，多渠道布局、精准把握短视频流量红利。短视频平台方面，DR 以官方自制小短剧为主，具有趣味性和亲切性，如官方抖音号曾推出一系列以“不卖”为主题的情景短剧，强化“一生·唯一·真爱”的爱情观。社交媒体平台方面，DR 则擅长制造热门话题吸引流量：以微博为例，“我是 dr 族”、“亚洲 dr 男神评选”等相关热门话题拥有近 20 亿次阅读及约 50 万次讨论。整体来看，受益于营销渠道的精准投放与优质原创内容，DR 品牌在线上获得了数量庞大且粘性较高的粉丝群体。截至 2022 年 2 月，DR 抖音官方账号拥有 206.6 万粉丝，在微博、微信等各大互联网平台拥有粉丝合计超 2000 万，显著高于其他珠宝品牌水平。

图30：DR 线上平台粉丝数量行业领先（2022 年 2 月）



数据来源：微博 APP、抖音 APP、小红书 APP、开源证券研究所

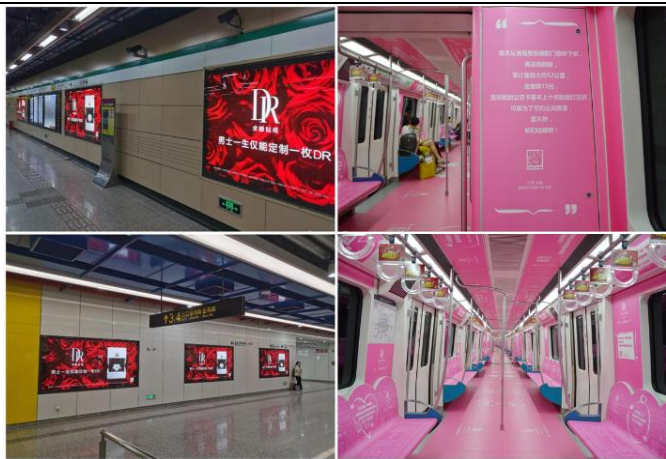
图31：DR 擅长短视频创作及热门话题制作



资料来源：小红书 APP、抖音 APP

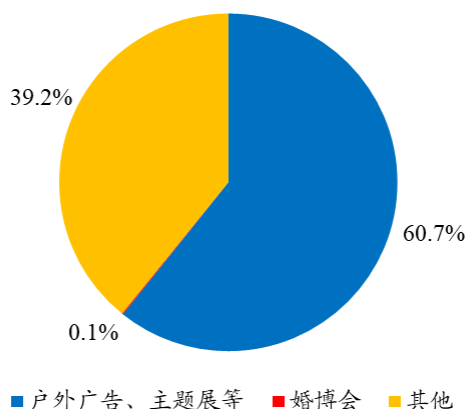
线下：多样化推广投放有的放矢，专题活动话题性强。线下渠道作为传统黄金珠宝品牌必争之地，同样也是公司宣传推广的重要支点之一。公司通过形式丰富但又不失精准的线下广告投放（包括户外广告、主题展、婚博会、促销活动等），从多个生活化场景中触达消费者，一定程度上弥补了现阶段门店数量较少的短板。公司户外广告多集中在上班族和年轻客群密度较高的地铁站内，通过连续的海报陈列与醒目的标语展示向目标客群高效传递信息，加深品牌形象，提高当地门店曝光度。2017年，公司曾在北京地铁推出“DR 求婚专列”，在地铁中铺设征集自粉丝的求婚宣言和记录相应真人求婚视频的二维码，引起大众及行业的广泛关注与讨论。

图32：公司在地铁站投放多种形式广告



资料来源：小红书 APP

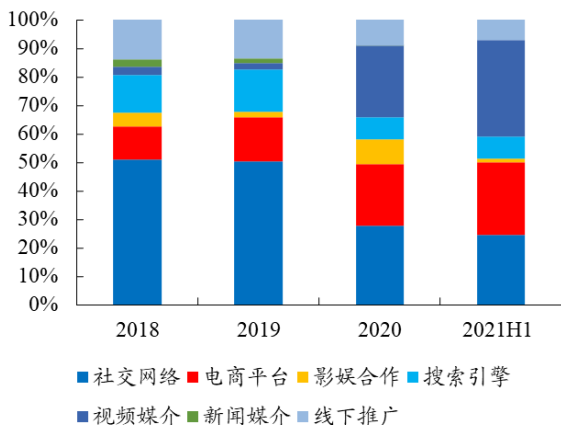
图33：线下推广投入中户外广告及主题展占比高



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

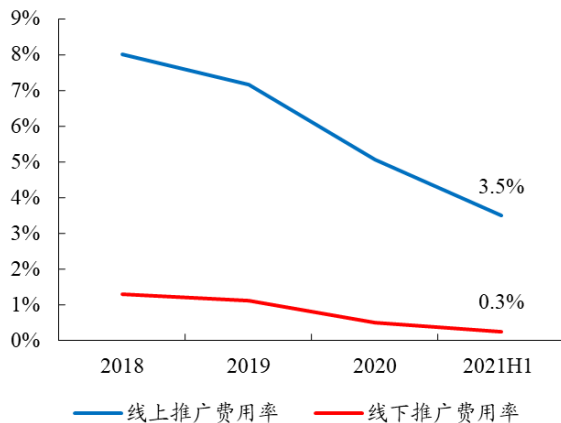
整体来看，公司营销策略精准、投入高效，在可控的费用投入下实现了显著的效果。从营销渠道投入结构看，公司从2020年开始减少了传统线上流量渠道与线下渠道的投入，转而增加在抖音、快手等短视频渠道及电商平台投入，背后的主要原因是公司品牌影响力基本完成前期积累、线下门店曝光度提升和短视频平台的显著流量红利。具体来看，截至2021年上半年，公司主要推广渠道为视频媒介/社交网络/电商平台，在公司市场推广费中占比分别为34.0%/24.7%/25.2%。通过将营销渠道重心向更高效的短视频媒介倾斜，公司的线上线下推广费用率逐年下降但效果突出：2020年公司在抖音、快手等视频媒介获赞量达2.46亿次（+931.3%），声量实现大幅提升。

图34：营销重点从社交网络分流向电商平台及视频媒介



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图35：公司线上线下推广费用率呈下降趋势

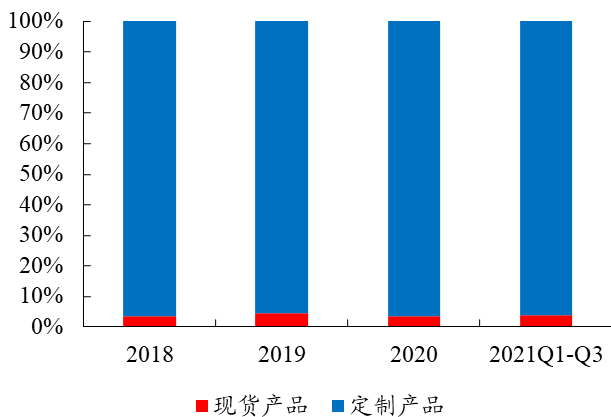


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、“货”：定制化模式体现 DTC 特征，实现低库存、高周转

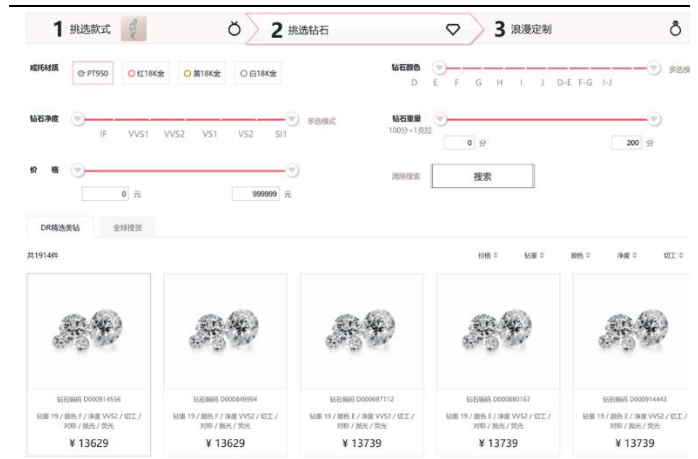
围绕定制化模式经营产品，体现出明显的 DTC 特征。不同于现货销售需要品牌方对市场的需求进行判断然后向上游下单生产，在定制化模式下，首先由客户提出具体需求，随后品牌方安排相应加工商按需生产。这样的生产模式下，品牌直接面向消费者，减少中间环节，实现更精准地与消费者互动，体现出 DTC 模式特点。公司定制化模式主要由客户沟通（了解消费者需求并确定数据）、外派订单（品牌商通过 SAP 系统向供应商派单生产）和最终交付（寄送或门店取货方式）三大环节构成。DR 具备较强的供应链能力和先进的数字化系统，其产品定制周期一般不超过 30 天。

图36：公司定制产品销售占比高且稳定



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图37：DR 官网提供丰富定制选项



资料来源：公司官网

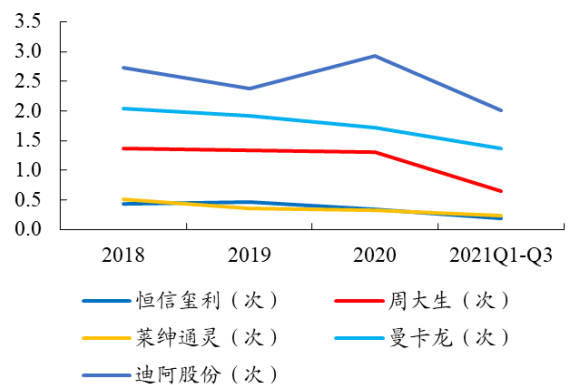
DTC 模式强化品牌与消费者联系，实现低库存、高周转，解决传统珠宝行业痛点。定制化服务使品牌更直接地与消费者互动，高效获取用户反馈，反哺于产品研发迭代，体现 DTC 模式特征。一方面，DTC 模式使公司能够及时获取消费者爱好和市场潮流变化，提供更为丰富且符合流行趋势的款式和参数；另一方面，定制化强调品牌产品的唯一性与独特性，建立与用户间的情感联系，有效彰显品牌态度和调性。此外，以销定产形式也助力公司突破传统珠宝行业重资产、低周转的痛点：由于门店无需储备大量现货供客户选购，因此实现低库存、高周转，降低了开店成本，提升了资金周转率。2021 年上半年，公司店均存货仅为 103 万元，存货周转率为 2.0，均处于行业中非常优秀的水平。

图38：线下门店与顾客深度沟通了解个性化需求



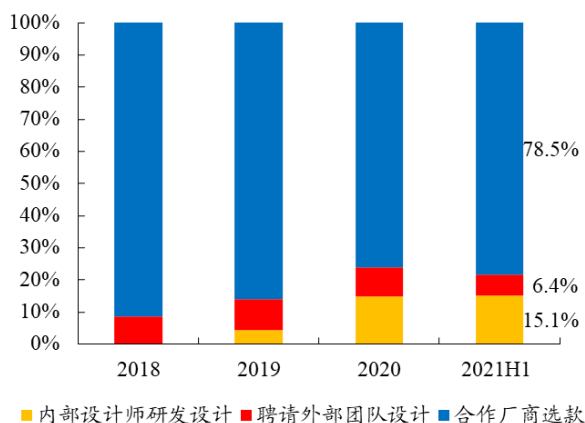
资料来源：DR 官方微博

图39：公司存货周转率行业领先

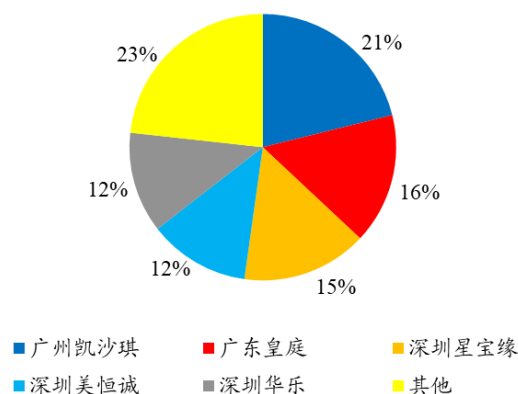


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

原料采购及产品设计、生产环节稳定，外包模式实现轻资产运转。原材料采购方面，公司主要通过境内或境外采购 0.03 克拉以上的钻石，而 0.03 克拉以下钻石及其他原材料通常由委外加工商提供。由于境外丰富的钻石资源以及直采价格优势，在批量钻石备货时公司优先考虑境外供应商，而在订单加急时则从境内供应商处采购钻石。产品设计方面，公司搭建了由签约设计师、外部设计师和加工供应商构成的多层次体系，并不断扩建内部设计团队，自有研发设计能力持续提升。产品生产方面，公司采用委外加工方式，实现轻资产运营。供应商主要分布在广深地区，前五大委托加工商占比高且相对分散，彼此之间可替代性较强，不存在强绑定关系。

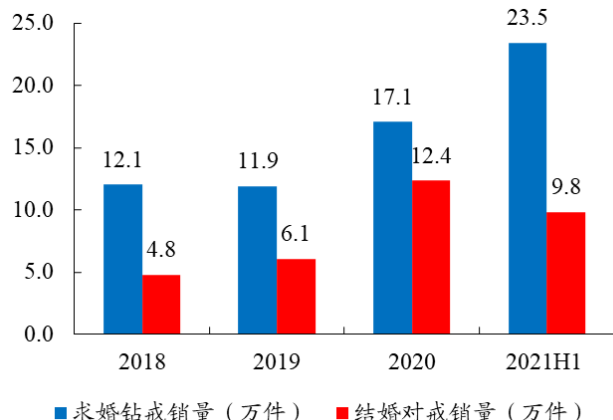
图40：公司自研产品收入占比不断提升


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

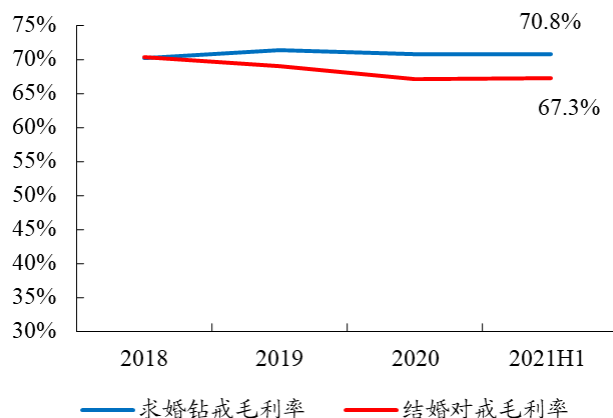
图41：公司前五大委托加工商占比分散（2021H1）


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司主要产品销售持续增长，情感价值带来强定价能力，毛利率均保持较高水平。公司产品包括求婚钻戒、结婚对戒及其他饰品，产品系列多以英文命名，强调真爱的唯一、永恒，名称浪漫且符合品牌调性。2021 年上半年，公司求婚钻戒实现收入 18.30 亿元、占比 78.91%，毛利率为 70.84%；结婚对戒实现收入 4.5 亿元、占比 19.42%，毛利率为 67.28%。量价方面，公司主要产品销量均稳定上升，求婚钻戒单价则略有下滑（受部分低钻重产品热销影响）；毛利率方面，求婚钻戒及结婚对戒毛利率在 70% 左右，主要系公司产品售价高于业内竞品价格 20% 以上。我们认为，公司强议价能力的背后，是品牌情感内涵、定制化模式及增值服务等多种因素作用的结果。

图42：公司主要产品销售量整体呈上升趋势


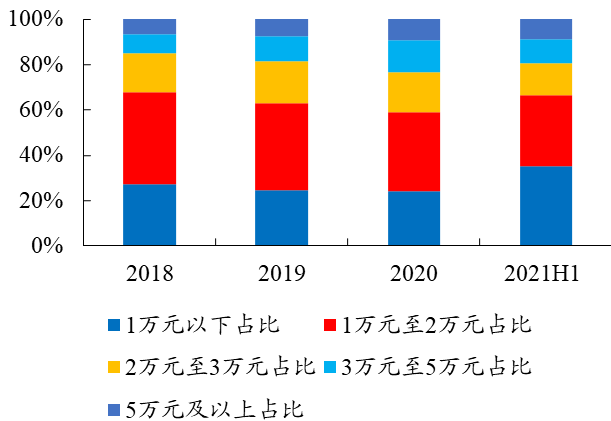
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图43：公司求婚钻戒、结婚对戒毛利率较高


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

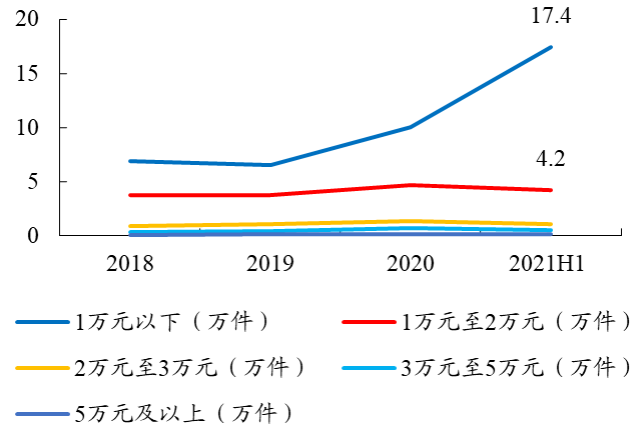
求婚钻戒在低价格段明显起量，结婚对戒价格段则呈纺锤形分布。从各价格区间的销售总额占比看，公司求婚钻戒产品主要集中于2万元以下的中低价格带，其中2021年上半年，售价1万元以下的产品销售总额占比显著增加。这一变化的主要原因在于一方面公司调整营销策略，资源向年轻受众较多的短视频平台倾斜，带来大量年轻客群，另一方面公司积极开拓下沉市场，两方面因素促进低钻重产品热销。2021年以来，我国婚庆市场中低价位产品需求旺盛，公司凭借既有品牌力与独特增值服务，在中低价格带产品市场竞争中已构建竞争优势。此外，公司结婚对戒产品的价格段分布则呈现出稳定的纺锤形特征，增长也比较快。

图44：从销售额占比看，求婚钻戒低价格段起量



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图45：求婚钻戒低价格段销售量增长较快



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

增值服务满足爱情全环节需求，提高品牌溢价能力。除上述主要产品外，DR 还极具创意地推出了一系列增值服务，围绕情侣从相恋到步入婚礼全流程，具体包括从销售过程中为消费者提供身份证登记、签订真爱协议，到惊喜求婚策划，再到求婚成功后的真爱婚礼策划，以及婚后纪念日礼物等，为顾客带来丰富的服务体验，进一步强化了品牌内涵和消费者的情感满足，为产品带来更多溢价空间。在公司线下门店，配备有“真爱协议”查询服务，凡是曾注册登记过的顾客均记录在档。与此相匹配，公司也建立了完备的隐私保护措施，充分保障消费者权益。

图46：DR 官网提供求婚策划及婚礼策划服务

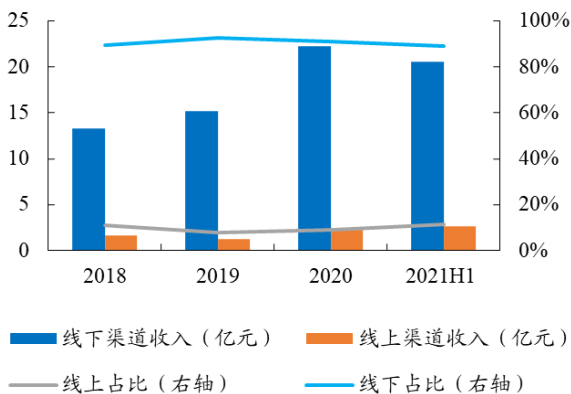


资料来源：公司官网

3.3、“场”：搭建全渠道销售体系，轻资产自营门店快速扩张

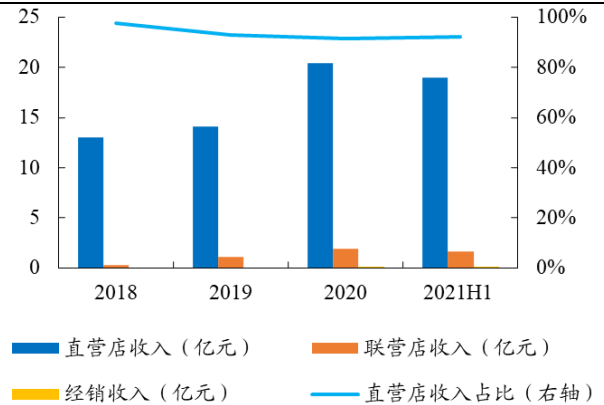
依托信息系统优势和实体门店拓展，搭建全渠道线上线下融合的销售体系。公司收入主要来源是线下，2021 年上半年线下门店收入 20.6 亿元，占比达到 88.79%。对线下门店，公司采用全自营模式，经过多年探索已建立起较为完善的标准化管理体系，具备销售网点拓展规模复制能力。此外，公司同样注重线上渠道，在公司官网、小程序、天猫和京东旗舰店等渠道为消费者提供线上浏览选购平台，并为线下门店引流，充分发挥了线上平台便捷高效和线下渠道实体体验的优势。同时，公司近年持续投入信息化建设，灵活集成的中台系统实现高效的供应链管理和运营，基于 SAP 定制化开发的后台系统则保障了公司业务的长期稳健发展和规范运作。

图47：公司收入主要来源于线下渠道



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

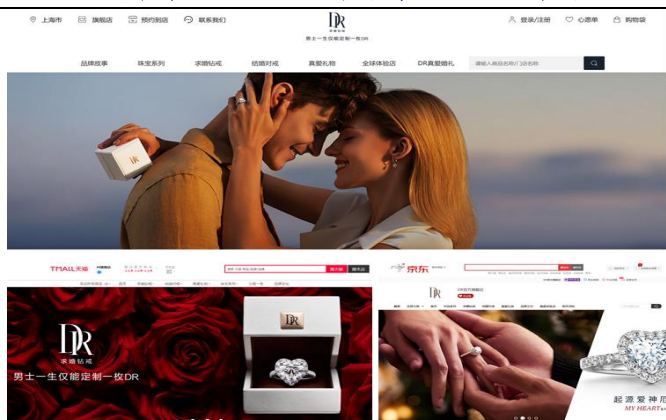
图48：公司线下收入主要来源于直营店



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

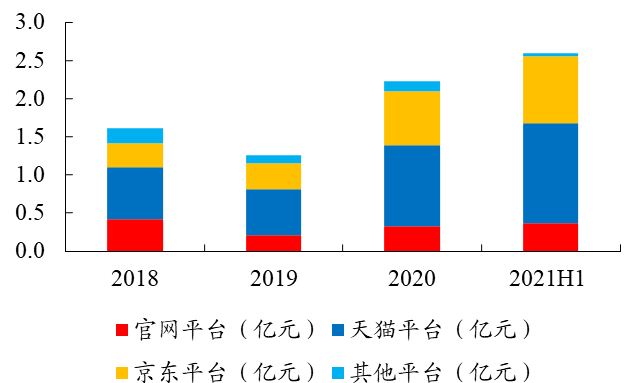
线上渠道：销售体系完善，平台收入整体呈上升趋势。消费者可通过公司官网、小程序、天猫及京东旗舰店等线上平台进行产品的浏览购买，或在官网等线上渠道进行线下门店预约。一方面作为重要销售渠道之一，线上平台丰富了顾客覆盖面，另一方面平台也具有展示品牌形象、宣传品牌理念等作用。公司线上收入占比较低，在 10% 左右，比例较低的原因系珠宝首饰的现场佩戴效果更佳，消费者具有较强的体验式购买服务需求。2019 年由于公司线下门店数量和密度增加，同时公司主动引导顾客进行线下体验消费，导致线上收入同比下滑 21.85%。2020 年之后，公司线上投放渠道有所优化，品牌影响力持续扩大，加之疫情导致部分消费分流至线上，因此线上收入增长较快，主要渠道为公司官网、天猫及京东。

图49：公司在官网、天猫及京东等线上渠道布局



资料来源：公司官网、淘宝 APP、京东 APP

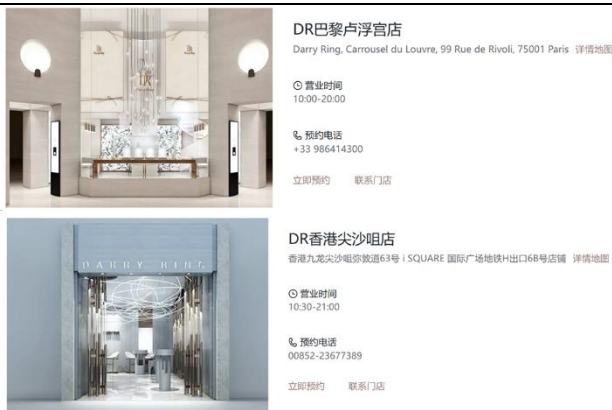
图50：公司线上收入主要来自官网、天猫及京东



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

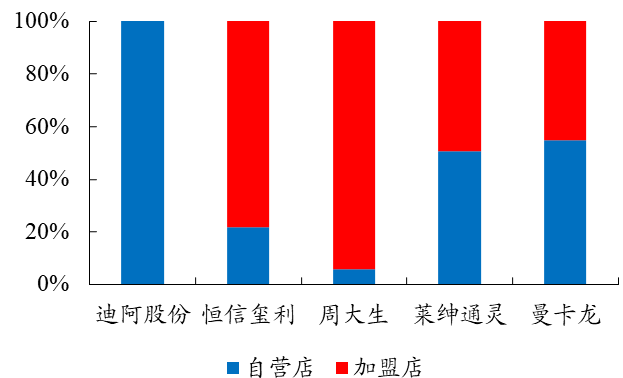
线下渠道：布置彰显品牌调性，全自营模式统一品牌形象、保障优质购物体验。为了塑造品牌形象、统一门店管理，公司采取全自营门店模式不断加强线下渠道建设。公司线下门店以直营店为主、联营店为辅，2020 年开拓经销模式（针对子品牌 Story Mark）。其中，直营及联营门店均由公司直接管理运营，直营门店经营主体为公司，采用租赁合同；联营门店经营主体为商场，采用联营合同，租金从营业额中扣取。考虑到珠宝产品具有单价高、佩戴体验感强、店铺形象对品牌塑造影响大等特点，因此公司不断提升线下渠道形象及服务质量，提升消费者购买体验。公司门店不仅提供珠宝产品，还为消费者提供求婚场地布置等服务，此外公司还在部分核心成熟区打造了数家真爱体验旗舰店，通过店铺氛围营造、陈列细节设计、设置求婚表白专用区域等方式，为消费者提供具有 DR 特色的真爱购物体验。

图51：公司设立真爱旗舰店



资料来源：公司官网

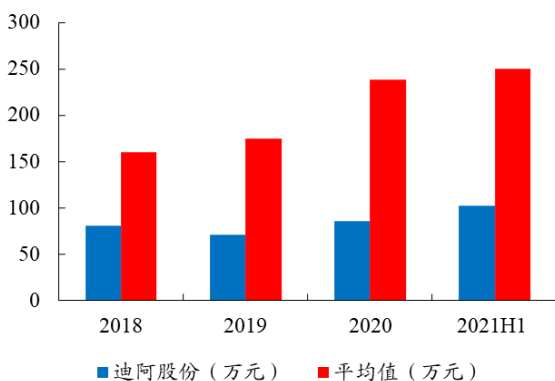
图52：行业对比看，公司自营店占比高



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

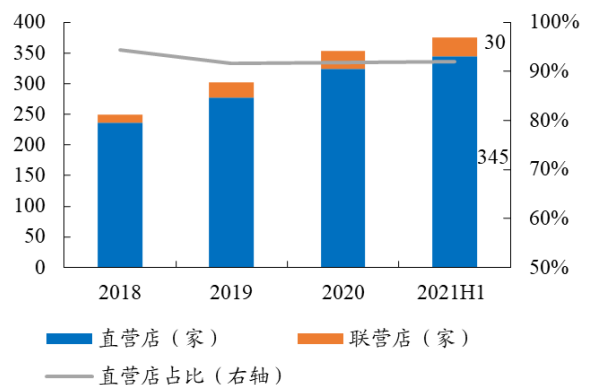
轻资产运营模式实现较低的开店成本，解决行业传统痛点，助力稳定扩张。以需定产的模式使公司能够更好控制自身的存货水平、维持较低开店成本和良好的现金流，加之采用全部委外加工的生产模式，公司可以更专注于品牌建设、渠道拓展、产品研发和供应链整合，从而实现了轻资产的运营模式。在轻资产开店模式的背景下，公司门店库存低、开店成本低，若仅考虑装修及铺货等初期投资，预计开店成本仅约 100 万元左右，显著低于同行平均水平（300-400 万元）。较低的开店成本也使得公司有能力进行快速扩张，带动门店数量持续上升，截至 2021 年上半年门店总数达到 375 家，截至 2021 年末门店总数超过 460 家。

图53：公司日均存货量显著低于行业平均水平



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图54：公司门店数量稳定增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.4、公司单店模型优秀、盈利能力强，未来扩店空间广阔

公司单店模型优秀、盈利能力较强，未来扩店空间广阔。公司在婚恋场景下的钻石首饰赛道已构筑品牌核心竞争力，全自营模式实现对品牌的有效管控，通过“真爱协议”与定制化服务获得高附加值，毛利率较高、费用持续优化，单店模型优秀、盈利能力突出。未来扩店空间方面，我们基于不同级别城市对公司开店空间进行测算，测算结果显示，未来公司扩店上限在悲观/中性/乐观口径下分别为 1053/1761/2539 家，基于公司现有门店数（2021 年 9 月末）存在 2.5/4.1/6.0 倍的扩张空间，较为广阔。

收入端：公司平均店铺面积在 90 平方米左右，近年来受益于新店结束爬坡期、营销投放策略优化等因素，带动门店坪效显著提升，2021H1 已达到 1.08 万元/平方米/月，带动单店收入大幅提升。此外，考虑到公司 2020 年开始优化新开门店策略，由过往的增加同城店铺密度改进为重点填补空白城市与商圈，分流效应的削弱，也将有助于保障公司单店收入保持良好表现。

费用端：（1）租金方面，由于公司采取布局优质商圈、优质区位策略，整体租金成本在行业中处于较高水平，且单位租金呈逐年上升趋势，其中一个因素在于联营等部分门店为提成租金制，因此随公司销售业绩快速增长，联营门店租金增长也会相较自营门店更快。但考虑到收入端增长更快，因此近年来单店租金成本占比在下降，2020 年约为 10.0% 左右。（2）装修方面，2021 年公司进行了装修方案改良，导致单位面积装修成本有所上升，但同样受益于坪效提升，装修成本占收入比也在下降。

（3）人工费用方面，销售人员平均薪酬稳步提升且略高于行业平均水平，但通过门店销售人员优化策略和效率提升，公司单店平均员工人数基本保持稳定，人工费用占收入比有所下降，2020 年约为 10.4% 左右。

盈利能力：公司单个门店经营毛利率约为 70%-71%，若仅考虑租金、装修、人工及水电杂费开销，同时暂不考虑集团整体销售和管理等费用分摊，公司单店净利润率接近 40%（2020 年约为 38.1%），门店盈利能力优秀。

表2：公司单店模型优秀

项目	2018	2019	2020	2021H1	备注
营业额					
店均总收入（万元）	731	536	717	567	2021H1 为半年度数据 非年化，下同
店均销量（件）	817	583	817	716	
平均单价（元/件）	8948	9201	8780	7917	
经营面积（平方米）	97	92	90	88	坪效提升明显
月坪效（元/平方米/月）	6413	4849	6630	10788	
同比增速		-24.4%	36.7%	62.7%	
毛利率	70.2%	71.1%	70.3%	70.7%	毛利率稳定在较高水平
毛利润	513	381	504	401	
租金费用					
单位面积租金成本（元/平方米/月）	559	616	665	816	
年租金（万元/年）	65	68	72	43	
占总营业额比例	8.9%	12.7%	10.0%	7.6%	
装修费用					
装修成本（万元）	42.8	38.7	42.4	48.2	改良装修方案

年均摊销（万元/平方米/年）	14.3	12.9	14.1	8.0	假设按照 3 年摊销
人工费用					
员工人数	6.2	5.8	5.7	6.0	门店数量取每年期末数，下同
人均薪酬（万元/人/月）	0.84	0.96	1.08	1.20	
年人工费用（万元）	62.1	66.9	74.5	43.4	
占总营业额比例	8.5%	12.5%	10.4%	7.7%	
水电等杂费					
年水电等杂费（万元）	6.3	9.3	8.4	4.8	
占总营业额比例	0.9%	1.7%	1.2%	0.8%	
单店经营利润	365.0	224.1	335.3	301.7	
实际税率	24.3%	9.0%	18.6%	20.6%	
净利润（万元）	276.4	203.9	273.1	239.4	
同比增速		-26.2%	33.9%		
净利率	37.8%	38.0%	38.1%	42.2%	

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

基于不同级别城市的开店空间测算，公司未来扩店空间广阔。我们依据《2021 城市商业魅力排行榜》对我国 337 座城市进行从一线到五线的级别划分；完成分级后，在各级别中找出基准城市，基于公司在该城市已开门店数，综合城市人口数量、经济水平、商圈分布等因素，在悲观/中性/乐观三种不同口径下，估算公司在同等级城市的开店数量，全部加总后，即可计算得到公司未来在全国范围内的扩店空间。

具体测算过程为：（1）一线城市，参考公司在上海已开 20 家门店，假设在悲观/中性/乐观口径下，单个城市可开门店数分别为 40/60/80 家；（2）新一线城市，参考杭州已开 12 家门店，假设在悲观/中性/乐观口径下，单城可开门店数分别为 15/25/35 家。

（3）二线城市，参考厦门已开 6 家门店，假设在悲观/中性/乐观口径下，单城可开门店数分别为 8/12/16 家。（4）三线城市，参考海口已开 4 家门店，假设在悲观/中性/乐观口径下，单城可开门店数分别为 3/5/8 家。（5）四线城市（90 个）和五线城市（128 个）合并测算，参考包头已开 2 家门店，未来公司在该线级以实现基本覆盖为目标，那么在悲观/中性/乐观口径下，单城可开门店数分别假设为 1/2/3 家。

综合加总看，在悲观/中性/乐观口径下，公司未来扩店空间分别为 1053/1761/2539 家，以公司 2021 年 9 月末的门店数（425 家）为基准，分别有 2.5/4.1/6.0 倍的扩张空间。

表3：中性假设口径下，预计迪阿股份未来扩店上限为 1761 家，空间较大

城市级别	数量（个）	单城开店空间（家）			整体开店空间（家）		
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
一线	4	40	60	80	160	240	320
新一线	15	15	25	35	225	375	525
二线	30	8	12	16	240	360	480
三线	70	3	5	8	210	350	560
四线+五线	218	1	2	3	218	436	654
合计	337				1053	1761	2539

数据来源：公司官网、第一财经·新一线城市研究所《2021 城市商业魅力排行榜》、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 门店数量：截至 2021 年末，公司门店数超过 460 家，鉴于公司在婚恋场景下已具备消费者认知基础，长期看公司在婚礼用钻石首饰市场中市占率有望持续提升，叠加轻资产模式有效降低了开店资金要求，我们认为，公司未来扩店将持续提速，在 2021/2022/2023 年分别实现净开店 110/160/200 家；

(2) 同店销售：公司通过中低价格段持续向下沉市场渗透，同时针对年轻客群进行精准营销，未来有望实现店均销量持续增长，但件均售价可能会因整体价格带分布变化有所下降。综合量价来看，公司未来单店销售额将保持稳定；

(3) 线上渠道：公司前期线上营销投放效果逐渐体现，除天猫、京东等电商平台外，短视频平台、社媒等多维发力，叠加品牌力提升有望助推线上业务收入持续增长。

(4) 盈利能力：公司已披露 2021 年业绩快报：实现归母净利润 13.0 亿元，同比增长 131.1%，我们认为未来随着公司品牌力提升、渠道建设优化叠加为消费者提供更多增值服务，公司盈利能力有望整体保持稳定。费用方面，公司品牌效应显现，未来市场推广费用预计相对稳定，销售和管理等费用率整体稳中有降。

4.2、盈利预测与估值

迪阿股份作为珠宝定制新兴品牌，在婚恋场景下已树立鲜明品牌形象、建立消费者认知，定制化产品模式和轻资产自营门店扩张，有望驱动公司未来持续高成长。

我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 46.23/61.23/81.01 亿元，2021-2023 年归母净利润为 13.02/17.30/22.97 亿元，对应 EPS 为 3.26/4.33/5.74 元，当前股价对应 PE 为 26.0/19.6/14.8 倍。传统珠宝行业可比公司 2022 年估值水平为 PE10.2x，但贝泰妮、泡泡玛特等新消费品牌 2022 年平均估值水平达到 PE45.7x。考虑到公司具备新消费属性，在婚恋市场已树立“真爱”品牌认知构筑深厚竞争壁垒，同时具备突出成长性，我们认为公司相较传统珠宝品牌应享有一定估值溢价，目前估值相对合理。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：迪阿股份具备新消费属性、成长性突出，相较传统珠宝品牌应享有一定估值溢价

	证券代码	股票简称	评级	总市值	收盘价	EPS			PE			同比增速		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
传统珠宝品牌	002867.SZ	周大生	买入	150	13.70	1.12	1.38	1.70	12.2	9.9	8.1	21.2%	23.1%	23.4%
	600612.SH	老凤祥	买入	183	43.90	3.41	3.91	4.48	12.9	11.2	9.8	12.6%	14.6%	14.6%
	002345.SZ	潮宏基	买入	43	4.85	0.39	0.51	0.64	12.5	9.6	7.6	147.5%	30.5%	25.5%
	平均								12.5	10.2	8.5			
新消费品牌	300957.SZ	贝泰妮	买入	717	169.15	2.04	2.76	3.68	82.9	61.3	46.0	58.8%	35.5%	33.3%
	9992.HK	泡泡玛特	买入	496	35.40	0.79	1.17	1.72	44.7	30.2	20.6	88.2%	48.0%	46.5%
	平均								63.8	45.7	33.3			
	301177.SZ	迪阿股份	买入	339	84.80	3.26	4.33	5.74	26.0	19.6	14.8	131.2%	32.9%	32.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/03/23，各公司均采用开源证券预测数据）

5、风险提示

疫情反复：影响消费者到店体验、购买，同时一定程度上压抑婚恋需求；

终端消费低迷：结婚人数进一步下滑，影响婚恋用钻饰需求；

行业竞争加剧：未来钻石首饰赛道竞争激化，影响利润率；

渠道扩张不及预期：直营店拓展、经营情况受内外部因素影响，存在不确定性；

品牌力下滑：公司品牌维护不利，受到其他新品牌理念冲击、分流。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	884	1619	8067	9756	12657
现金	162	181	6060	7786	9953
应收票据及应收账款	83	166	302	318	502
其他应收款	4	4	12	9	19
预付账款	46	43	124	97	195
存货	213	297	642	619	1061
其他流动资产	375	927	927	927	927
非流动资产	151	313	304	296	279
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4	3	3	4	5
无形资产	6	6	7	7	7
其他非流动资产	140	303	295	286	267
资产总计	1035	1932	8371	10053	12936
流动负债	358	804	1265	1216	1801
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	136	308	509	588	874
其他流动负债	222	496	756	628	928
非流动负债	8	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	9	9	9	9
负债合计	366	813	1274	1225	1811
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	360	400	400	400
资本公积	42	51	4688	4688	4688
留存收益	265	708	2011	3741	6038
归属母公司股东权益	669	1118	7097	8827	11125
负债和股东权益	1035	1932	8371	10053	12936

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	357	894	1148	1650	2047
净利润	264	563	1302	1730	2297
折旧摊销	48	47	24	29	33
财务费用	7	11	-18	-40	-73
投资损失	-10	-16	-40	-45	-50
营运资金变动	50	285	-108	-13	-148
其他经营现金流	-1	2	-12	-12	-12
投资活动现金流	-266	-692	36	36	47
资本支出	69	40	16	21	15
长期投资	-207	-667	0	0	0
其他投资现金流	-128	-65	20	14	31
筹资活动现金流	-91	-121	4695	40	73
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	260	0	40	0	0
资本公积增加	35	10	4636	0	0
其他筹资现金流	-385	-131	18	40	73
现金净增加额	1	80	5879	1725	2167

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1665	2464	4623	6123	8101
营业成本	496	755	1388	1864	2485
营业税金及附加	94	130	254	337	446
营业费用	674	729	1234	1617	2122
管理费用	120	160	180	233	300
研发费用	13	17	23	31	41
财务费用	7	11	-18	-40	-73
资产减值损失	-1	0	10	10	10
其他收益	23	20	30	35	40
公允价值变动收益	0	6	12	12	12
投资净收益	10	16	40	45	50
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	290	692	1632	2163	2872
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	290	692	1632	2163	2872
所得税	26	128	330	433	574
净利润	264	563	1302	1730	2297
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归母净利润	264	563	1302	1730	2297
EBITDA	333	734	1563	1985	2639
EPS(元)	0.66	1.41	3.26	4.33	5.74

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.0	48.1	87.6	32.5	32.3
营业利润(%)	-19.5	138.8	135.7	32.5	32.8
归属于母公司净利润(%)	-3.2	113.4	131.2	32.9	32.8
获利能力					
毛利率(%)	70.2	69.4	70.0	69.6	69.3
净利率(%)	15.9	22.9	28.2	28.3	28.4
ROE(%)	39.4	50.4	18.4	19.6	20.7
ROIC(%)	38.8	50.0	17.3	17.7	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	35.3	42.1	15.2	12.2	14.0
净负债比率(%)	-24.2	-16.2	-85.4	-88.2	-89.5
流动比率	2.5	2.0	6.4	8.0	7.0
速动比率	1.7	1.6	5.8	7.4	6.3
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.7	0.9	0.7	0.7
应收账款周转率	22.7	19.8	19.8	19.8	19.8
应付账款周转率	5.2	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.41	3.26	4.33	5.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	2.23	2.87	4.12	5.12
每股净资产(最新摊薄)	1.67	2.80	17.74	22.07	27.81
估值比率					
P/E	128.5	60.2	26.0	19.6	14.8
P/B	50.7	30.3	4.8	3.8	3.0
EV/EBITDA	100.4	44.7	17.2	12.7	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn