

迪阿股份 (301177.SZ)

疫情反复影响业绩表现，加速推进门店布局

增持

核心观点

公司概况：公司主营婚恋钻戒的品牌零售，以 DR 品牌为核心，2021 年营收中求婚钻戒占比 79.19%，结婚对戒占比 18.74%；渠道以线下为主，截至 2021 年底共 461 家，其中直营 420 家，联营 41 家，同时构建了多平台的线上购物渠道。公司 2019-2021 年收入及归母净利润复合增速分别为 67%/122%。

公司分析：品牌策略端打造“一生只送一人”的独特销售理念，以定制化销售模式捕捉消费喜好，同时有效提升经营周转效率；营销端通过灵活的新媒体平台布局，触达并不断强化年轻消费者中品牌心智，品牌全网粉丝数已超 2000 万；渠道端 461 家线下门店提供佩戴和服务体验，场景式销售引流效果明显。整体来看，公司作为钻石首饰新贵，已在核心用户人群中建立了高辨识度品牌认知，门店依托与知名购物中心合作仍有高质量开店空间，且借助 DTC 模式下的用户资产挖掘，有望开拓配饰消费需求进而提高产品复购率。

2021 年年报暨 2022 年一季报点评：公司 2021 年营收/归母净利润分别同比增长 87.57%/131.09%，表现稳健；2022 年 Q1 营收同比增长 12.61%，归母净利润同比增长 16.77%，整体增速环比 21 年 Q4 放缓明显，预计主要系 3 月疫情反弹造成的影响（公司披露的 1-2 月经营数据营收及净利仍分别有 32%/38%增速）。营收结构中，公司 2021 年线下直营渠道稳步增长 80%，线上自营渠道取得 168.40% 的高增长。门店扩张方面，2021 年新开店 130 家，较 2020 年加速 62 家，期末门店总数达到 461 家，并计划 2022 年计划新开店 200 家以上。盈利能力方面，公司 2021 年全年毛利率 70.14%，同比提升 0.76pct，其中主营的珠宝首饰业务毛利率同比提升 0.83pct，受益公司相对高毛利率的求婚钻戒占比提升等；全年销售费用率 26.35%，同比下降 3.24pct，整体费用率管控良好。

风险提示：疫情反复；未及时把握营销变化趋势；门店开拓不及预期

投资建议：虽然短期疫情对公司业绩带来较大影响，但中长期看，在消费年轻化及钻石偏好推动行业渗透率提升下，公司在凭借已经建立起的高辨识度品牌认知，通过加快高质量渠道拓展，强化新媒体营销布局，不断巩固婚戒品类的竞争优势，并择机开拓配饰品类复购消费场景，从而进一步打开中长期成长空间。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 4.45 元/5.82 元/7.17 元/股，对应 PE 分别为 13.7/10.5/8.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,464.50	4,622.73	6,224.35	7,985.50	9,665.78
(+/-%)	48.06%	87.57%	34.65%	28.29%	21.04%
净利润(百万元)	563.30	1301.77	1779.70	2329.69	2867.93
(+/-%)	113.44%	131.09%	36.71%	30.90%	23.10%
每股收益(元)	1.56	3.62	4.45	5.82	7.17
EBIT Margin	27.99%	34.53%	33.09%	33.42%	33.95%
净资产收益率 (ROE)	50.37%	18.96%	18.59%	20.37%	20.88%
市盈率 (PE)	38.96	16.86	13.70	10.47	8.50
EV/EBITDA	32.81	14.59	12.62	9.90	8.12
市净率 (PB)	19.62	3.20	2.55	2.13	1.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

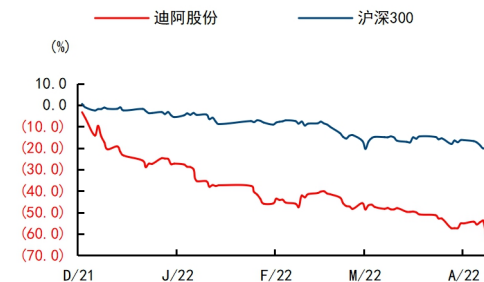
商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪 联系人：柳旭
 021-60933168 0755-81981311
 zhangjh@guosen.com.cn liuxu1@guosen.com.cn
 S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	60.96 元
总市值/流通市值	24384/2073 百万元
52 周最高价/最低价	180.00/60.96 元
近 3 个月日均成交额	166.63 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《黄金珠宝行业专题系列三：把握钻石行业增长机遇，多场景消费打开成长空间》——2022-02-13

公司概况：聚焦婚恋市场，以 DR 品牌为核心

迪阿股份成立于 2010 年，主营珠宝首饰的品牌运营、定制销售及研发设计，聚焦于婚恋市场，产品品类主打钻石镶嵌。公司品牌端以“DR (Darry Ring)”为核心，该品牌主打“男士一生仅能定制一枚”求婚钻戒，向消费者传达 DR 品牌“一生·唯一·真爱”的爱情观；渠道端构建了全渠道整合的销售模式，发挥线上平台便捷高效和线下渠道实体体验的优势，截至 2021 年底，线下门店达到 461 家，其中直营店 420 家，联营店 41 家。

图1：公司历史沿革

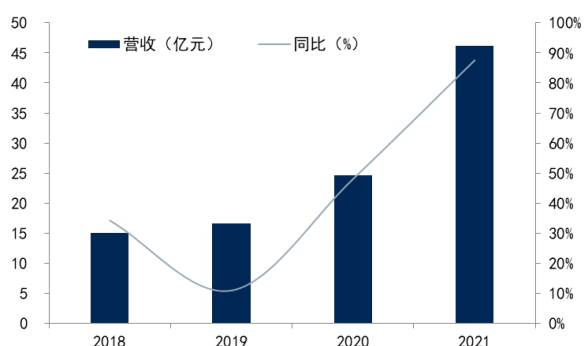


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

经营现状：主打婚恋钻饰产品，全渠道融合发展

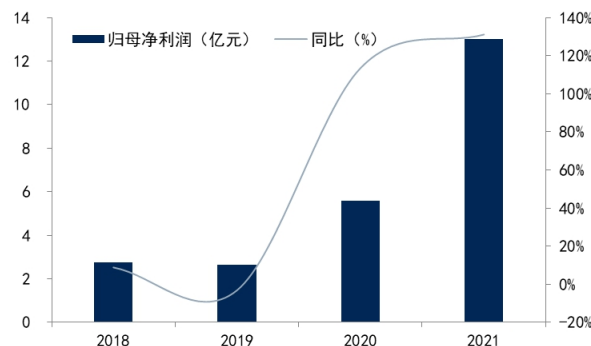
业绩方面，公司 2021 年实现营收 46.23 亿元，同比增长 87.57%，实现归母净利润 13.02 亿元，同比增长 131.09%，2019-2021 年收入及归母净利润复合增速分别为 66.65%/122.09%。

图2：公司营业收入（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

品牌方面，公司以 DR 品牌为核心，该品牌 2018-2020 年收入占比分别为 99.98%、99.80%、99.79%。此外，公司近年来创立了子品牌“Story Mark”和“Most Me”，前者由几位年轻设计师创立，他们大多毕业于欧洲著名的珠宝学院如伦敦圣马丁，

BJ0P 巴黎设计学院等，品牌强调“每一枚婚戒都是根据爱情故事专属定制”，目前由全资子公司卡伯深圳负责运营和管理，于 2020 年下半年起尝试通过经销模式拓展业务；后者则为公司线上子品牌，由全资子公司荷尔文化负责运营和管理。

图 4：公司品牌矩阵



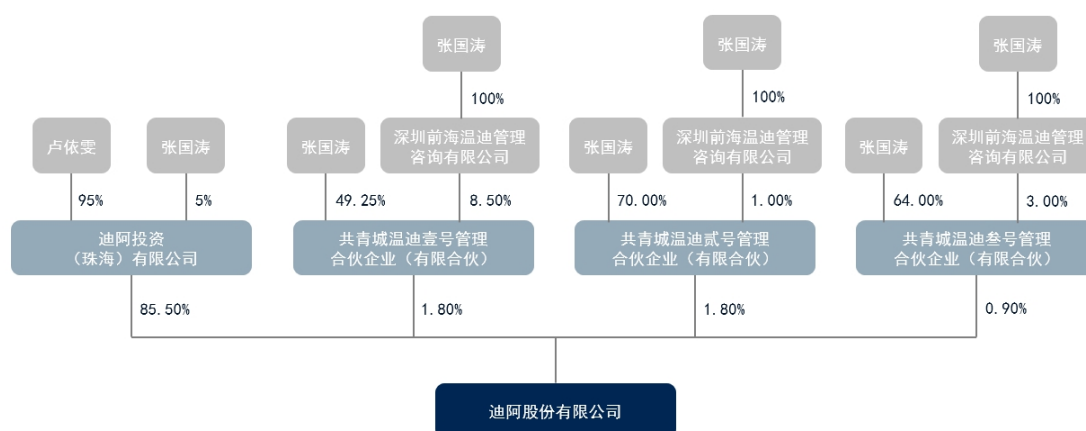
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

品类方面，公司主打钻石镶嵌类饰品，主要产品为求婚钻戒、结婚对戒和其他饰品，其中以求婚钻戒销售占比最高，过去几年均在 75%以上。渠道方面，公司构建了线下+线上的全渠道销售模式，其中以线下直营门店为主，主要系珠宝消费具有佩戴体验感强，店铺形象和曝光度对品牌塑造影响较大；同时线上渠道不仅仅承担销售作用，为 DR 品牌的营销和理念传播起到了至关重要的作用。

股权结构及战略合作：创始人持股比例高，合作华润集团强化渠道建设

公司创始人为张国涛、卢依雯夫妇，截至 2021 年底，两人合计通过迪阿投资、温迪壹号等平台合计持有公司 88.42%的股份，其中卢依雯通过迪阿投资间接持有公司 81.22%股份，张国涛通过迪阿投资、温迪壹号、温迪贰号、温迪叁号、前海温迪合计间接持有公司 7.20%股份。

图 5：公司股权结构（截至 2021 年底）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层履历看，公司核心管理层具备丰富的市场营销以及相关产品推广运营经验。

1) 董事长、总经理张国涛取得长江商学院 EMBA 硕士学历, 曾荣获“杰出青年企业家大奖”等, 在创业初期从事市场营销策划的咨询工作, 在此过程中接触到珠宝行业, 对该行业进行分析后认为该行业前景较好, 有较大发展空间, 遂决定转型珠宝行业, 至今相关从业经验已超 10 年; 2) 董事、副总经理韦庆兴取得香港大学研究生学历, 在国际知名奢侈品企业拥有丰富的的工作经验, 历任资生堂区域销售经理、香港卡连弗国际有限公司销售总监及施华洛世奇广州大区经理等; 3) 董事、战略总监胡晓明在市场策划、品牌传播领域深耕多年, 曾任加多宝品牌策划高级经理等职位。4) 监事、品牌传播总监赵冉冉曾任品牌自媒体运营部经理, 用户运营部副总监, 在品牌传播等方面有较为丰富的工作经历。

表 1: 公司部分董事会成员及高管履历

姓名	职位	履历
张国涛	董事长、总经理 (总裁)	长江商学院 EMBA 硕士学历, 公司创始人, 曾荣获“杰出青年企业家大奖”等荣誉, 2010 年 4 月至 2019 年 7 月, 任戴瑞有限执行董事兼总经理; 2019 年 7 月至今, 任迪阿股份董事长、总经理 (总裁)。
韦庆兴	董事、副总经理 (副总裁)	香港大学研究生学历, 在国际知名奢侈品企业拥有丰富的的工作经验, 历任资生堂区域销售经理、香港卡连弗国际有限公司销售总监及施华洛世奇广州大区经理等
胡晓明	董事、战略总监; 荷尔文化总经理、执行董事	深圳大学本科学历, 在 2009 年 8 月至 2015 年 6 月曾历任加多宝 (中国) 饮料有限公司品牌管理部活动策划主任、品牌策划经理、品牌策划高级经理
赵冉冉	监事会主席、用户运营部副总监、品牌传播总监	华中师范大学本科学历, 历任戴瑞有限自媒体运营部运营专员、自媒体运营部运营主管、自媒体运营部运营经理、用户运营部高级经理、用户运营部副总监

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

此外, 公司在去年 IPO 过程中进行了战略配售, 参与方主要为公司高管团队和核心员工设立的专项资产管理计划; 跟投主体为保荐机构相关子公司; 其他战略投资者为珠海润信致融。其中珠海润信致融系中国华润旗下相关投资平台, 公司与华润资本及润信致融三方签署了《战略合作协议》, 华润集团将利用旗下产业平台华润万象生活等, 发挥在商场、写字楼等方面的资源优势, 为公司加强渠道建设、加强品牌建设及海外业务布局等。

华润万象生活作为领先的物业管理及商业运营服务提供商, 旗下拥有“万象城、万象天地”及“万象汇”等知名购物中心。根据《战略合作协议》的内容, 在华润运营的购物中心、购物中心范围内, 对迪阿尚未入驻的, 华润资本将协调帮助公司在同等条件下优先完成入驻; 对迪阿已入驻的商场, 将协调相关产业平台助力公司在同等条件下完成门店位置优化、运营能力提升等。

表 2: 公司与华润资本、润信致融战略合作的具体内容

合作方向	具体内容
建立战略合作伙伴关系, 扩大优质消费品供给	-
助力迪阿股份加强渠道建设	在华润万象生活运营的商场范围内, 对于公司尚未入驻的商场, 有望在同等条件下优先完成入驻, 对于已入驻的商场, 有望在同等条件下完成门店位置优化、运营能力提升等
助力迪阿股份加强品牌建设	利用华润在城市建设运营、大消费、大健康、产业金融、综合能源、科技及新兴产业等领域的资源优势, 未来通过多种形式深化与迪阿股份的合作, 帮助迪阿股份全面强化产业布局、品牌建设、提升管理和技术水平等
助力迪阿股份加强全球布局	利用华润全球化布局的优势, 协助为公司拓展海外业务、加强全球布局提供战略支持

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

行业分析：钻石首饰渗透空间大，多重因素推动行业发展

行业概况：钻石首饰情感意义丰富，零售规模超千亿

我们通常研究的黄金珠宝首饰行业包括黄金、钻石、铂金、K 金和玉石等多个品类，主要用于婚嫁、送礼、自我奖赏、投资收藏等用途。其中黄金首饰即以含金量不少于 99% 的材质制成的首饰，是我国主流的珠宝消费品类之一，具有较强的保值属性；钻石首饰即镶嵌有钻石的各类珠宝首饰的简称，在发展历程中逐步被赋予了情感意义，包括对于美好爱情的向往和对于品质生活的追求等。

表 3：珠宝首饰分类情况

首饰种类	基本特点
钻石首饰	镶嵌有钻石的各类珠宝首饰的简称，一般有裸钻、钻戒、颈饰、耳饰、腕饰等
黄金首饰	以含金量不少于 99% 的材质制成的首饰，我国主流珠宝首饰品种，具有一定保值性
铂金首饰	以铂金为主要材料制成的首饰，价值比黄金首饰高，但保值性较低
K 金首饰	以黄金为主要原料，但含金量低于 99% 的首饰，强调设计感和时尚性，保值性较低
玉石首饰	以翡翠、和田玉等为主要原料制成的首饰，一般有耳钉、珠链、手镯、戒指等
其他首饰	珍珠、人造宝石、彩宝（如蓝宝石、红宝石等）

资料来源：迪阿股份招股书、国信证券经济研究所整理

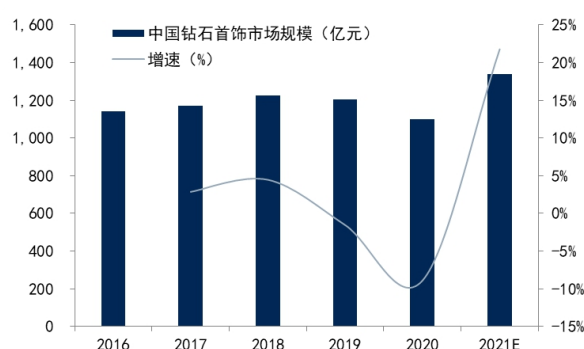
行业规模看，据欧睿国际数据，2021 年中国珠宝首饰整体零售规模 7642 亿元，同比增长 18.11%，受益疫情后的需求复苏。总体上，近年来中国珠宝首饰零售规模增长表现稳健，2011-2021 年规模复合增速为 8%。具体到产品类别，高级珠宝零售市场中，按金属材质分类，钻石品类 2020 年零售规模为 1098 亿元，2021 年预计取得同比 22% 的复苏增长至 1337 亿元。

图 6：中国珠宝首饰零售规模（亿元、%）



资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

图 7：中国钻石品类零售规模（亿元、%）



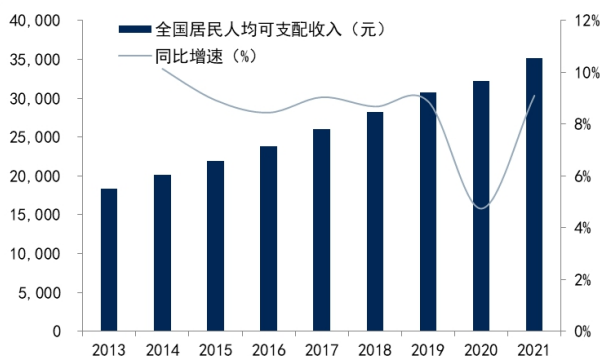
资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

发展驱动：婚恋、悦己等多消费场景共促增长

1、首先，从宏观层面看，珠宝属于可选高价格弹性消费品，人均可支配收入稳步增长及消费升级趋势的持续是底层支撑。据国家统计局数据，近年来中国居民人均可支配收入及人均消费支出均稳步提升，其中全国居民人均可支配收入从 2014 年的 20167 元增长至 2021 年的 35128 元，年复合增速 8.25%；人均消费支出从 2014 年的 14491 元增加至 2021 年的 24100 元，年复合增速 7.54%。

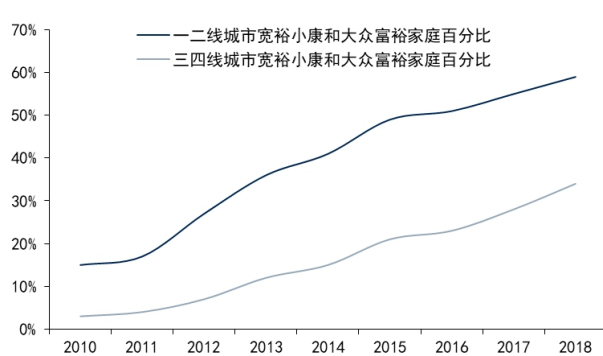
此外,中等收入群体扩大+下沉市场增量亦推动着珠宝等中高端消费增长。一方面,中等收入群体是个人奢侈品市场的消费主力,在政策推动扩大中等收入群体比重,进而形成中间大、两头小的橄榄型分配结构情况下,该群体的扩大有望支持高端消费增长。据麦肯锡发布的《2020 年中国消费者调查报告》,2018 年中国宽裕小康(家庭年可支配收入 13.8 万元以上)以上人口占城市人口的比例达到 49%,较 2010 年大幅提升 41pct。下沉市场看,2010-2018 年,三四线城市中,年可支配收入达到 14 万至 30 万元人民币的家庭年复合增长率达到 38%,高于一二线城市的 23%。

图8: 全国居民人均可支配收入及增速(元、%)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图9: 三四线城市宽裕小康和大众富裕家庭占比提升(%)

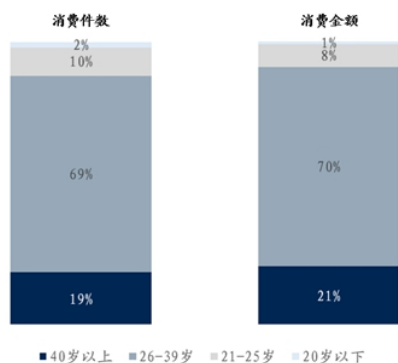


资料来源: 麦肯锡、国信证券经济研究所整理

2、从消费群体的购物偏好来看,其中年轻群体在珠宝消费场景中对于不同钻石品类的青睐,以及对于悦己式消费理念的重视,将推动行业规模增长。

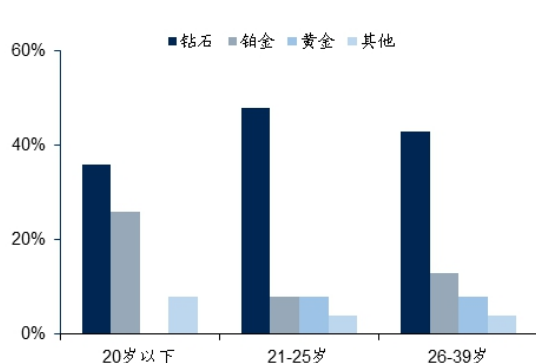
从戴比尔斯的统计可以看出,80后/90后已成为中国钻石首饰消费的主力人群,按消费件数看,2017年中国26-39岁人群贡献钻石珠宝市场69%的份额,按零售额计算,26-39岁人群贡献70%的份额。从中国不同年龄段消费者对于珠宝品类的青睐度看,钻石领先铂金、黄金品类,成为各年龄段女性消费者的首选。其中48%的21-25岁消费者将钻石作为首选,36%的20岁以下消费者将钻石作为首选。而无论是在婚嫁场景还是悦己场景,实际上年轻消费者已逐步成为主力购买人群,他们对于钻石首饰的偏好有望对钻石首饰渗透率的持续提升带来支撑。

图10: 中国钻石首饰市场顾客年龄分布



资料来源: DE BEERS、国信证券经济研究所整理

图11: 中国不同年龄段女性消费者对珠宝品类的偏好(%)



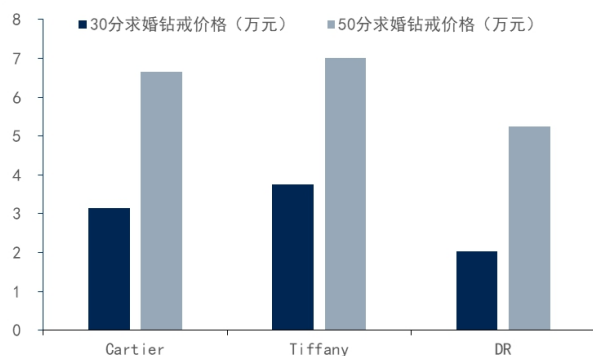
资料来源: DE BEERS、国信证券经济研究所整理

3、从需求场景看，钻石在婚嫁场景渗透率仍有提升空间，赠礼和悦己同样是钻石首饰的重要消费场景，亦有望推动行业规模增长。

1) 钻石首饰的消费场景主要为婚嫁（爱的承诺）、爱情赠与、非爱情赠予及自我奖励等，我们从婚嫁这个重要场景的渗透率角度看：虽然目前整体结婚率有所下降，但钻石在婚嫁场景的渗透率，相较于美国及日本市场仍有较大提升空间。据戴比尔斯发布的《钻石行业洞察报告》，中国婚庆饰品中钻石的渗透率持续提升，从 2005 年的仅 30% 左右快速提升至 2017 年的 47%，但仍低于同期美国 70% 以上的渗透率及日本近 60% 的渗透率。未来，95 后/00 后成为结婚的主力人群，他们对于钻石首饰的偏好有望提升钻石首饰在婚嫁场景中的渗透率。

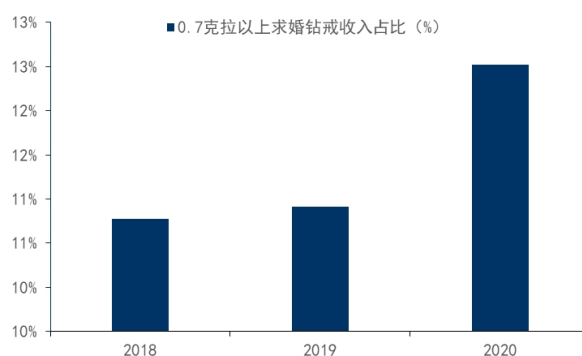
此外，从客单价角度看，一方面是消费者可支配收入提升及对高品质生活的追求，有望带来大克拉钻戒的销售占比提升，从而拉升整体客单价。从业内公司的实际销售数据可以看出，婚恋钻戒企业迪阿股份 0.7 克拉以上的结婚钻戒收入占比从 2018 年的 10.77% 提升至 2020 年的 12.52%。另一方面是产品销售组合带来的客单价提升，婚嫁钻戒品类一般包括求婚钻戒和结婚对戒共计 3 件单品，分别对应求婚场景和婚礼交换戒指场景，未来随着消费者心智教育渗透，有望带动人均购买件数提升，从而拉升婚嫁场景中钻石消费的客单价。

图 12：参数相近情况下克拉越大钻戒价格越高（万元）



资料来源：各品牌官方小程序、国信证券经济研究所整理

图 13：迪阿股份大克拉求婚钻戒收入占比提升（%）



资料来源：迪阿股份招股书、国信证券经济研究所整理

2) 悦己及其他消费场景方面，这类需求的消费和社交属性较强，整体处于加速成长过程中，且有利于推动珠宝配饰品类复购率的提升。据《经济日报》联合京东发布的数据，2018-2020 年这三年京东用户中“悦己”消费占比已接近六成，且从消费者年龄分层看，无论是女性还是男性消费者，16-25 岁都是“悦己”消费意愿最强的阶段，也正是珠宝消费中偏好钻石首饰的年龄阶段。

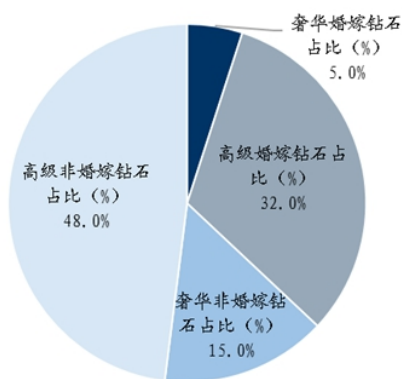
从全球的钻石消费结构看，据贝恩公司数据，非婚嫁场景的占比亦高于婚嫁场景，2020 年钻石消费市场中，非婚嫁消费占比约 63%。同时相较于低频的婚恋钻戒，送礼及悦己消费的复购率亦较高，有望提升整体市场规模。

图14：2018-2020年京东用户“悦己”消费占比



资料来源：京东研究院、国信证券经济研究所整理

图15：全球钻石消费场景占比 (%)



资料来源：贝恩公司、国信证券经济研究所整理

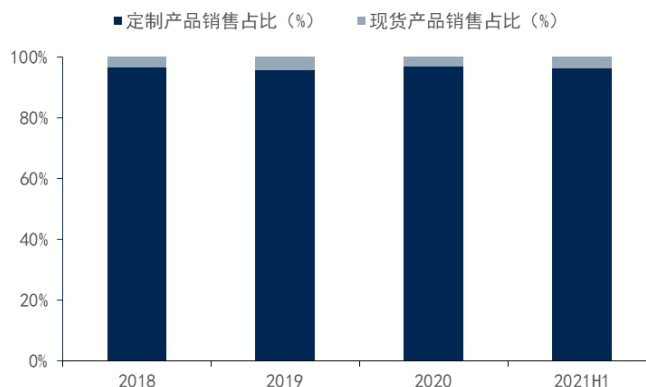
公司分析：真爱理念融入产品，渠道+营销差异化布局强化品牌建设

迪阿股份旗下 DR 品牌坚守“一生·唯一·真爱”的品牌理念，将真爱文化内涵融入产品设计研发及终端销售中，不断强化消费者的品牌认知，实现品牌影响力提升，具体来看：

品牌策略：强调“一生只送一人”，定制化销售传递品牌理念

公司 DR 品牌在珠宝首饰行业创新打造了“一生只送一人”的经营理念 and 购买规则，即男士凭有效身份信息一生仅能定制一枚 DR 求婚钻戒，助力公司在充分竞争的珠宝零售市场树立了与众不同的品牌形象和产品特点。在真爱文化的品牌理念下，公司主要采用定制化的销售模式，2018-2021 上半年定制产品收入占比分别为 96.39%、95.65%、96.61%和 96.23%。该销售模式一方面增强了产品的唯一性和独特性，进一步满足了婚恋人群对爱情唯一性的心理需求以及了解消费者时尚偏好。

图16：公司定制产品销售占比 (%)



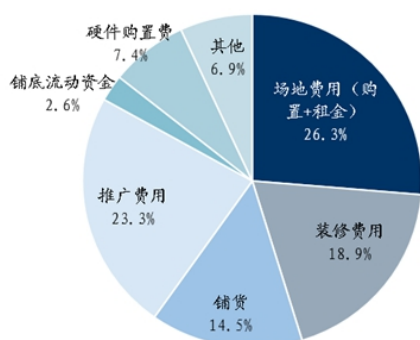
资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

经营层面定制化的模式为公司带来了以下两方面的优势：

1) **定制销售带来较低的铺货资金压力**，按照公司披露“渠道网络建设项目”规划，238 家门店（10 家旗舰店+228 家标准店）对应的铺货资金 1.08 亿元，对应单店铺货资金仅 45 万元左右，而传统现货为主的珠宝零售门店的铺货成本多在 200-500 万元不等。

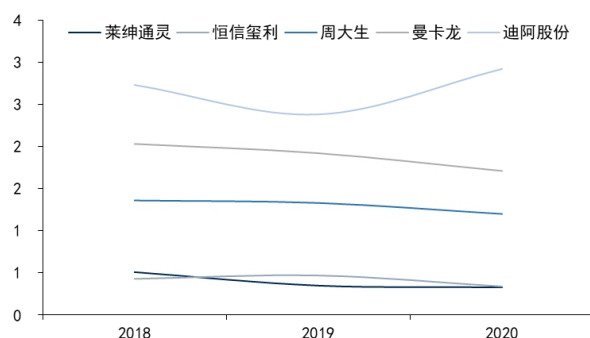
2) **以销定产的模式能较好的控制存货水平，提升存货周转效率**，以及消费者需要支付不低于订单总额的 30%作为预付款后方可定制，为公司带来较高的资金周转率。从实际经营数据看，公司 2018-2020 年存货周转率分别为 2.73 次、2.38 次和 2.92 次，高于大部分上市的珠宝品牌零售商，其中老凤祥存货周转率较高系其销售黄金产品为主，是我国最主要的珠宝购买品类，消费频次较高。

图 17：公司单店投入成本构成（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 18：公司存货周转率较高（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

而针对这种“一生只送一人”的品牌理念能否为公司带来持续增长的问题，我们认为这种独特的情感连接和品牌故事是受到年轻消费者青睐的，可以帮助公司在新时代消费者中扩大品牌影响力，从而在当前时点快速提升市场占有率。年轻消费者作为钻石首饰主力消费人群，品牌文化和认同感是他们购物时着重考虑的因素，那些能够引起情感共鸣或者反映消费者个人价值观的品牌形象能够促成更好的消费转化。

研发设计：立足真爱文化，整合多方资源

珠宝产业具有较强的时尚创意属性，其中研发设计是增强品牌辨识度的一环，研发设计中融入的品牌内涵是实现提升产品附加值的必要元素。公司始终立足真爱文化，将此品牌内涵融入产品设计中，建立从新品提案、新品推广规划到新品研发的产品设计研发体系。

具体来看，公司利用深圳珠宝产业集群优势，采取自主+外聘+合作厂商选款相结合的研发设计方式。其中外聘设计团队模式中，公司与外部设计团队沟通产品设计的主题要求及设计指引，同时内部设计师会全程参与设计过程，款式最终由公司审核确定；合作厂商选款模式中，公司先形成款式需求计划，然后向委外加工商选取优秀设计或新工艺款式样板纳入款式库，内部设计师亦会参与其中，此外公司会与委外加工商签订产品款式封版协议，以确保公司独家销售该款式产品。

在以上研发方式下，公司近年来围绕市场畅销款式、不同节日主题及自身品牌理念推出了多个畅销系列，2018-2021 上半年分别新增款式数量 88 个、112 个、65 个和 34 个。从三大研发力量的贡献看，公司销售收入主要来源于合作厂商选款的

款式，2018-2021 上半年销售收入占比分别为 91.40%、86.08%、76.04%和 78.52%；同时，内部设计师设计款式带来的收入占比不断提升，从 2018 年的仅 0.16%提升至 2020 年的 14.77%。

未来，据公司招股书披露，公司也将进一步加大研发设计投入，扩建自有专职研发设计团队，提升公司自主研发设计能力。公司同时将在现有珠宝研发设计技术及经验积累的基础上，针对求婚钻戒、结婚对戒、耳钉、项链、手链、手镯等产品持续研发新款式，以契合终端消费者需求，提升公司品牌影响力。

图 19：公司产品的研发设计体系



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营销推广：主动把握新媒体渠道传播优势，强化消费者心智

从前文行业分析可以发现，年轻消费者已是钻石首饰消费主力，同时也是伴随互联网成长的一代，他们娱乐和消费均呈现明显的线上化趋势，使得珠宝零售商开展新媒体营销成为趋势必然。此外，社媒平台/内容电商平台自身优势亦较为明显，相较平面媒体，传播具有“短、平、快”的特点，传播面更快、效率更高，同时相较于传统平台型媒体，其以 UGC/KOL 种草为代表的营销模式更具贴近性和互动性，更易促成消费转化。

具体到迪阿股份看，公司顺应市场营销变化大势，创立之始即在线上传播自身的品牌理念，近年持续强化新媒体营销布局，基于婚恋消费群体的偏好，整合微博、微信、抖音、哔哩哔哩等社媒平台，开展粉丝社区运营、情感内容制作等。

表4：公司营销推广渠道及方式

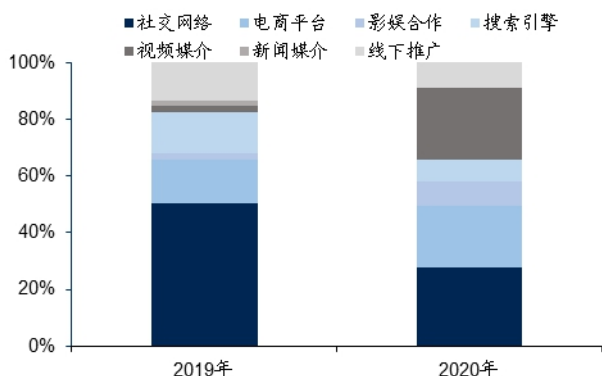
推广方式	推广平台	展示方式
社交网络	微信及广点通	微信、QQ等腾讯系APP信息流
		粉丝通
	微博	粉丝头条
		品牌专区
电商平台		超级钻展
	天猫平台	超级推荐
		直通车
		品销宝
影娱合作	京东	京准通
	影视综艺植入和贴片广告	视频网站与卫视频道
搜索引擎	百度	搜索广告
		品牌广告
视频媒介	短视频	短视频广告
推广方式	推广平台	展示方式
新闻媒介	新闻网站、新闻APP	信息流广告
线下推广	户外广告和主题展	地铁、商场等投放广告、主题展等

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

同时，针对新媒体营销的布局，公司并非是被动的追赶流量变迁趋势，而是基于对市场的洞察，对各营销渠道的投入进行的主动调整：首先，公司整体市场推广费结构中，线下推广占比下降，从2019年的13.50%下降4.54pct至2020年的8.96%，线上推广占比则进一步提升至91.04%。

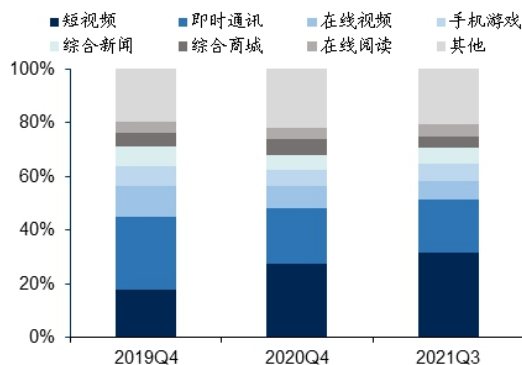
此外，具体到线上推广结构中，可以看到公司积极把握短视频风口，加大了在抖音、快手等短视频渠道的投入，2020年视频媒介推广费投入大幅增长990.53%，投入占比从2019年的仅2.29%大幅提升至25.16%。从互联网行业的流量变化趋势可以看出，极光统计数据显示，移动互联网用户短视频类APP使用时长占比持续提升，从2019年Q4的17.8%提升至2020年Q4的27.3%，并进一步提升至2021年Q3的31.6%，已成为移动互联网第一流量入口。

图20：公司市场推广费中各渠道的占比结构（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图21：移动网民APP每日使用时长TOP7类型



资料来源：极光数据、国信证券经济研究所整理

渠道深耕：立足线下自营，构建多层次 DTC 销售模式

1、线下方面，自营线下渠道强化品牌管控，注重消费者购物体验

公司 2021 年线下渠道贡献 86% 的收入，这与钻石消费强调服务和佩戴体验相符合。且不同于其他珠宝零售商，公司线下渠道均为自营门店，我们认为，自营门店利于公司品牌形象塑造和统一用户资产获取和管理运营，包括较好的把控求婚钻戒“一生只送一人”的购买规则。

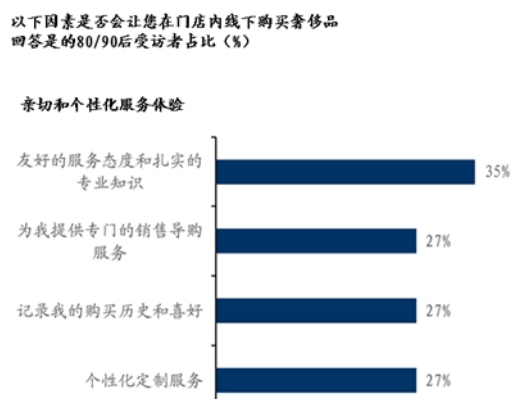
此外，对于年轻消费者而言，线下门店已不再局限于简单的展示作用，在珠宝首饰等奢侈品消费中，他们希望得到亲切和个性化的购物服务，包括但不限于专业且友善的导购服务、社交性质的线下时尚艺术类活动、店内福利及预订、退换货服务便捷程度等。具体来看：

1) 店内导购是影响消费者决策的重要因素，店员专业分析和建议起重要作用

据麦肯锡数据，促进 80/90 后消费者在线下门店购买奢侈品的因素中，占比最高的是友好的销售服务态度和扎实的专业知识，达 35%，能否提供专门的销售导购服务及记录购物喜好等亦较为重要。此外，店内导购也是影响消费者线下具体购物决策的重要因素，49% 的受访消费者表示门店销售导购的建议最能产生影响，其次是现场试穿等。

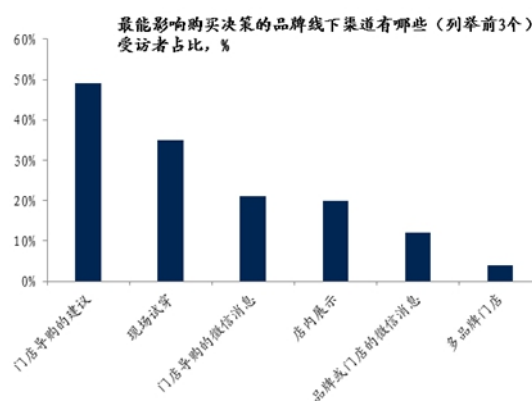
具体到迪阿股份看，公司未来门店网络为每家实体店配备专业导购人员，为消费者提供产品展示、服务介绍、量身定制、售后等服务，提升消费者购物体验。此外还辅助以 IT 数据支持，在研“真爱大使软件 V2.0”的前台系统，使门店导购能更好地与客户建立连接，了解客户并及时提供服务。

图 22：80/90 后消费者在线下门店购买奢侈品的驱动因素



资料来源：麦肯锡、国信证券经济研究所整理

图 23：影响消费者线下奢侈品购物决策的因素



资料来源：麦肯锡、国信证券经济研究所整理

2) 提供社交性质的线下活动方面，强化消费者的购物体验

公司线下门店不仅是消费者挑选购买珠宝产品的场所，还可为消费者提供求婚场地布置等服务，门店导购亦可以为消费者提供求婚活动策划服务，满足客户的多元化需求。公司在部分核心城市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，为消费者提供了具有 DR 特色的真爱购物体验。

2、线上方面，积极发力线上销售，提供线上线下融合贯通的消费体验

公司构建了官网+小程序+平台电商的线上销售渠道，充分利用线上平台便捷高效的优势，为消费者提供良好购物体验。具体运营模式看，公司在电商平台均开设为旗舰店，线上和线下商品统一定价，并主要以定制销售方式为顾客提供专属产品：即消费者在线上挑选合适的商品款式后，在商品详情页面可根据发行人提供的商品参数选项对钻石参数（钻重、颜色、净度等）、戒托材质、手寸、刻字等进行定制，商品价格将根据消费者选择的参数而相应变动，同时亦需要填写个人身份信息及受赠人等信息，核验购买身份。

除了作为销售渠道外，公司的线上门户也是展示品牌形象、传播品牌理念、聚集 DR 族粉丝的重要渠道。截至 2022 年 4 月 20 日，DR 天猫官网旗舰店粉丝数量达到 213 万人，京东旗舰店粉丝数量达到 113 万人。公司小程序开设有“真爱社”栏目，打造内容社区交流平台，沉淀私域流量资源。

长期成长驱动：优良的单店模型，叠加广阔的开店空间

1、综合优势带来较强的单店盈利能力

根据前文分析，公司通过产品研发和营销渠道的深耕，已在消费者当中积累了较强品牌影响力，同时其定制化的销售模式运用的已较为成熟，由此带来了公司较为优良的单店模型。

公司采取定制化销售模式，初始铺货成本较少，仅 45 万元左右，较传统现货为主的珠宝单店模型（铺货 200-500 万元）具有显著优势；存货以样品为主，金额低，且成品主要为客户定制产品，因此存货周转率高；此外公司定制产品会预先收取不低于 30% 的订金款，同时获得了较高的资金周转效率。综合下来，我们以公司 2020 年的数据为参考，其单店的门店层面毛利率在 71% 左右，门店层面净利率水平可达到 48.8%。

表5：公司单店模型

收入端	
店均营业面积（m ² ）	90.18 m ²
店均收入（万元）	717.74
平均单价（元/件）	8780.46
销售量（件）	817.43
月坪效（元/m ² /月）	6629.79
成本及费用端	
铺货资金（万元）	45
装修投入（万元）	50
门店租金占比（%）	11.0%
人工成本占比（%）	8.20%
折旧与摊销占比（%）	2%
水电/配送等其他占比（%）	1%
投资回报期	
门店层面毛利率（%）	71%
门店层面净利率（%）	48.8%

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

2、开店方面，与优质购物中心运营商强强联合，实现高质量扩张

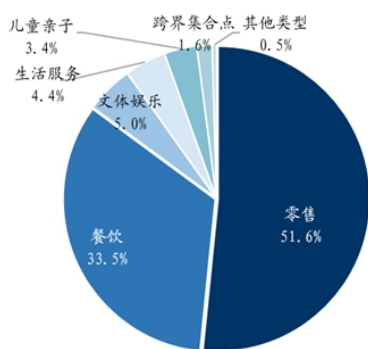
公司在招股书披露，未来将进一步强化线下渠道建设，拟在全国范围内开设 10 家旗舰店和 228 家标准店，其中旗舰店定位于公司品牌最高形象店铺，店铺面积

约为 300 m²，拟建于一线、准一线及二线城市；标准店定位于区域品牌形象店铺，店铺面积约为 100 m²，拟建于一线、准一线、二三线城市及其他城市。而从公司的开店方向来看，无论是对于公司自身品牌力提升的满足，还是从获取优质客流的诉求出发，预计购物中心店将是公司未来开店的主要选择方向，而公司本次上市战略配售与中国华润的合作也表明了这一方向。具体原因在于：

虽然疫情打击了线下商业渠道，并进一步教育了消费者线上购物习惯，但是长期来看，线下渠道中具备强体验属性，能够满足高品质和服务性消费场景的购物中心业态仍具成长空间。从海外案例来看，购物中心发展史基本重合消费升级历史，与传统百货不同，购物中心将购物、餐饮、休闲娱乐等不同业态有机组合在一起，增强顾客的空间体验并提升其逗留时间。购物中心的聚合能力以及成熟的综合管理对于注重品质的中高端消费者仍有着较大的吸引力。

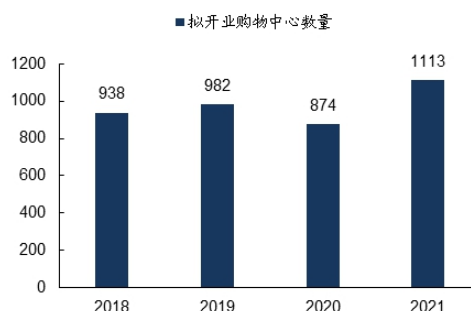
据赢商网统计，2020 年底，国内购物中心数量约 4800 家，此外，虽受到疫情影响，但 2021 年全国购物中心拟开业量达到 1113 个，同比增长超过 24%，总体量接近 1 亿平方米，这意味着对于公司现有不到 400 家门店而言仍有较大的开店空间。我们认为，未来公司通过加大布局购物中心业态，与优质购物中心运营商进行强强联合，有助于其持续快速扩大线下渠道网络，从而进一步扩大其在钻石零售行业的市占率。

图 24：全国购物中心首店品牌的业态分布



资料来源：中城商业研究院、国信证券经济研究所整理

图 25：全国每年拟开业购物中心数量（家）



资料来源：赢商网、国信证券经济研究所整理

3、中长期依托 DTC 模式下的用户资产挖掘，发展配饰等复购业务

虽然当前公司婚戒业务从行业渗透率以及公司的市占率角度，仍具有较大的发展空间，但是其特殊的消费特征，在一定程度上限制了品牌的复购。因此开辟多元化的配饰类业务，打开复购场景预计也将是公司中长期的发展必经之路。对于此，公司当前 DTC 的销售模式，将起到巨大的帮助。

1) 基于新媒体的有效投放，为公司品牌积累了大量的潜在优质用户基数。如前文所述，公司通过与消费者的紧密互动凝聚了大量粉丝群体，在各知名互联网平台共拥有了超过 2000 万粉丝，处于同业领先水平，也为公司的品牌持续发展打造了潜在用户基础。

2) 直营模式下的 DTC（Direct-to-Customer，直接触达消费者）销售运营模式，与消费者建立直接联系并形成紧密互动关系。多数国内黄金珠宝零售公司均以经销模式为主，经销模式虽然能够帮助品牌实现销量上的快速扩张，但较难通过服务实现品牌理念的有效传递，也无法直接实现用户数据的积累。而公司这种直营模式下的 DTC 运营保障了时刻有效洞察消费者需求，在快速实现产品销售的同时

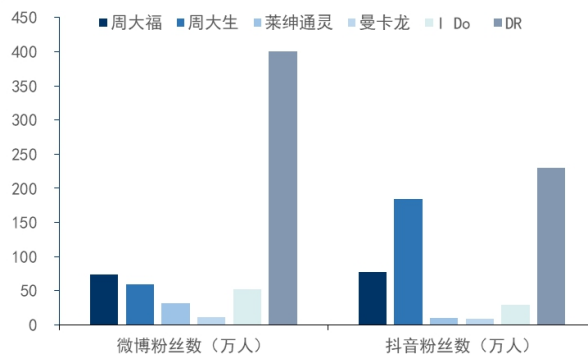
也通过深度互动了解定位用户的需求变化以及消费偏好，从而指导产品端的有效迭代，从而更好的提升消费粘性。

图26: DTC 的运营模式



资料来源：逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

图27: 各珠宝品牌的粉丝数量对比



资料来源：各品牌微博、抖音官方账号、国信证券经济研究所整理
注：数据截至 2022 年 4 月 20 日

庞大的品牌粉丝群以及优质的用户数据触达，为公司的持续经营打下了深厚基础，但同时公司未来也需要在用户大数据处理能力，以及新品延展两个方向进行强化，从而真正实现未来复购业务场景的打开：

1) **强化数据中台能力。**公司需要打造成成熟的数据中台团队，将从 DR 品牌吸引的千万级粉丝群体中分离出更精准化、更具特点的消费者，通过推出与客户画像相近的但满足不同需求的产品或者品牌，打开新业务增量。

2) **通过内生外延打造复购变现的新品类业务。**一方面，通过新品类业务，可以对现有 DR 品牌的用户群体潜在需求进行挖掘并满足，从而实现用户资产变现。另一方面，通过相对差异化的新品牌业务开拓，也可以实现新用户客群的获取，实现对现有品牌在用户客群上的互补。

盈利预测

收入端预测

我们分渠道对公司进行收入分拆及预测，假设条件如下：

1) **线下渠道：**1) 首先在开店预测方面，参考公司未来募投项目计划、开店节奏及出于对于疫情反复的谨慎考虑，我们预计公司 2022-2024 年分别新增门店 160 家、180 家和 150 家，此外公司会对部门经营效益落后的旧门店进行调整优化，参考前两年情况，假定 2022-2024 年分别关店 20 家、15 家和 10 家，则公司 2022-2024 年期末门店总数分别为 601 家、766 家和 906 家。

2) **结合销售单价和销量数据预测平均单店收入：**销售单价维度，总体上对戒占比提升及低克拉占比提升会带来销售单价下降，但品类自身的品牌力和提价带来下降幅度收窄，最终带来单价提升预期；销量维度，DR 品牌在婚恋钻饰中的市占率提升和公司积极推进“三戒一生”产品组合带来购买件数提升，这两点是推动门店销量增长的核心要素。综上，我们预计公司 2022-2024 年线下渠道实现收入 53.89 亿元/68.84 亿元/82.93 亿元，分别同比+34.77%/+27.74%/+20.46%。

2、线上渠道方面：1) 销售单价方面，线上渠道低克拉及碎钻产品占比较低，其销售客单价低于线下渠道，同时同样受益公司的品牌力和提价带来销售单价中长期向上；2) 销量方面，虽去年疫情期间形成高基数，但同时受益线上习惯养成，以及公司线上推广成效显现，预计线上收入仍有望保持稳健增长。综合预计公司2022-2024 年线上渠道分别实现收入 8.04 亿元/10.64 亿元/13.27 亿元，分别同比+34.36%/+32.23%/+24.75%。

综合其他业务的收入情况，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 62.28 亿元/79.90 亿元/96.72 亿元，分别同比+34.65%/+28.29%/+21.04%。

利润端预测

1、毛利率方面，公司线上线下统一定价，毛利率不存在显著差异，其中线上渠道由于主要销售结婚对戒和低克拉的求婚钻戒产品，其贵金属戒托成本占比较高，对金料价格的敏感性更高，在目前金料成本上升的情况下，成本增幅较线下主要销售产品大，因此线上销售毛利率较低于线下销售毛利率。总体上无论是线下还是线上渠道，我们认为随着公司规模扩大，采购优势逐步显现，同时终端品牌力提升，毛利率总体有望实现稳步提升趋势，预计公司 2022-2024 年综合毛利率分别为 70.32%/70.49%/70.80%。

2、费用率方面，公司加速渠道拓展+品牌建设，费用支出将持续增加，短期费用率有所提升，但中长期预计费用率有望持续优化：一方面公司业务扩张带来的规模效益逐渐体现，另外渠道投入持续优化，借助社交媒体平台实现更高效的品牌传播，以及受益管理机制的改善等。

综上，我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 17.80 亿元/23.30 亿元/28.68 亿元，分别同比+36.71%/+30.90%/+23.10%，对应 EPS 分别为 4.45 元/5.82 元/7.17 元/股。

表6: 公司盈利预测（百万元、家、%）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4622.73	6228.10	7990.32	9671.61
YOY	87.57%	34.65%	28.29%	21.04%
1、线下自营+联营（百万元）	3995.35	5389.03	6884.05	8292.81
YOY	79.56%	34.77%	27.74%	20.46%
门店总数（家）	461	601	766	906
净增（家）	108	140	165	140
平均单店收入（百万元）	8.67	8.97	8.99	9.15
YOY		3.46%	0.23%	1.85%
2、经销（百万元）	0.79	1.41	2.12	2.97
YOY	700.33%	80.00%	50.00%	40.00%
3、自营线上（百万元）	598.53	804.36	1063.57	1326.83
YOY	168.40%	34.36%	32.23%	24.75%
4、其他业务（百万元）	28.06	34.71	42.70	51.97
YOY	71.27%	23.72%	23.01%	21.71%
毛利率（%）	70.14%	70.32%	70.49%	70.80%
销售费用率（%）	26.35%	27.38%	27.32%	27.08%
管理+研发费用率（%）	4.10%	4.35%	4.32%	4.28%
归母净利润（百万元）	1301.77	1779.70	2329.69	2867.93
YOY	131.09%	36.71%	30.90%	23.10%

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

2021 年年报暨 2022 年一季报点评

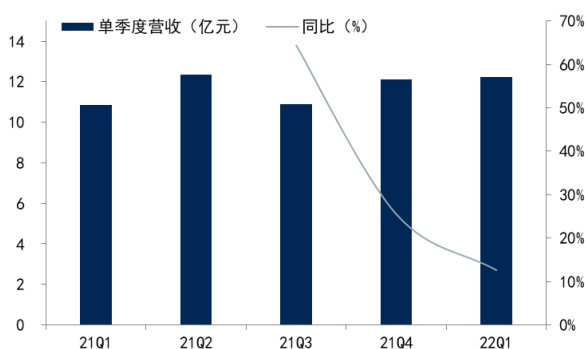
业绩表现：2021 全年利润增速较高，2022 年一季度受疫情影响

公司 2021 年实现营收 46.23 亿元，同比增长 87.57%，实现归母净利润 13.02 亿元，同比增长 131.09%，扣非净利润 12.49 亿元，同比增长 131.03%。总体表现稳健，受益公司的渠道扩张和门店经营效益改善等。

季度表现看，2022 年 Q1 营收 12.21 亿元，同比增长 12.61%，取得归母净利润 3.76 亿元，同比增长 16.77%，整体增速环比 2021 年 Q4 有所放缓，预计主要系 3 月全国多地反复的疫情影响。我们从公司早前公布的经营数据可以看到，2022 年 1-2 月预计营收同比增长 32%，归母净利润同比增长 38%，据此预计 2022 年 3 月营收及归母净利润分别同比下降 11.69%/5.82%。

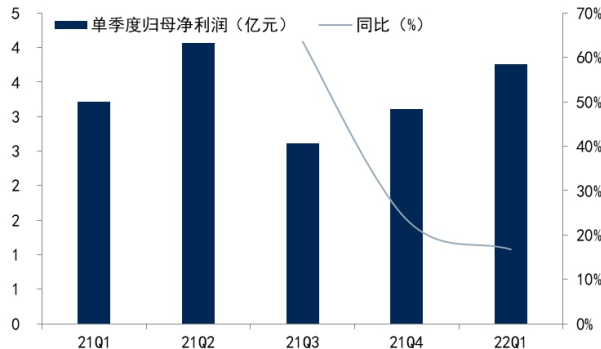
此外，公司公告 2021 年度利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金 20 元（含税），合计派发现金股利 8 亿元。

图28：公司分季度营业收入（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图29：公司分季度归母净利润情况（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

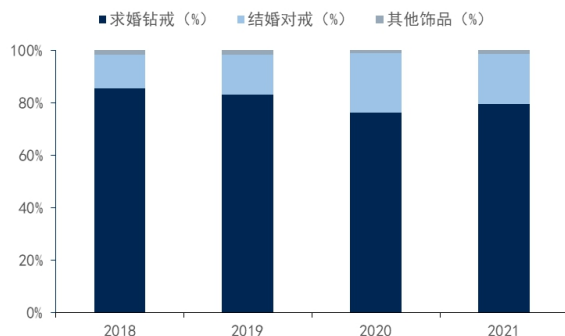
营收分拆：门店加速扩张，线上渠道快速增长

分渠道看，公司 2021 年线上自营、线下直营、线下联营渠道分别实现营收 5.99 亿元、36.74 亿元、3.22 亿元，分别同比增长 168.40%、80.28%、71.77%，分别占营业收入的 12.95%、79.47%、6.96%。其中线上渠道增速较快，具体结构中自建销售平台（公司官网）收入 1 亿元，同比增长 2021.35%，天猫、京东等第三方销售平台营收 4.98 亿元，同比增长 162.59%。

分品类看，公司主打求婚钻戒品类，2021 年收入 36.6 亿元，同比增长 95.94%，收入占比 79.19%，结婚对戒品类收入 8.66 亿元，同比增长 56.23%，收入占比 18.74%，其他饰品收入 0.68 亿元，同比增长 166.89%，收入占比 1.46%。

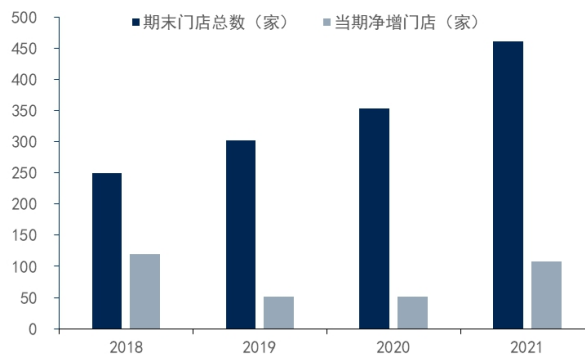
门店扩张方面，公司 2021 年新开店 130 家，较 2020 年加速 62 家，其中新开直营店 116 家，新开联营店 14 家，同时门店调整下闭店 22 家，期末门店总数达到 461 家。此外，公司未来将进一步开拓线下门店，2022 年计划新开店 200 家以上。

图30：公司分品类收入占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图31：公司门店情况（家）

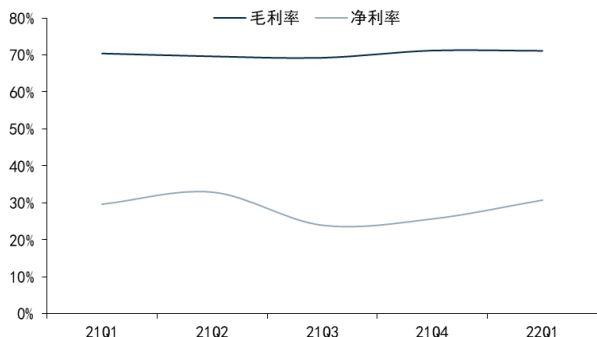


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利及营运能力：毛利率水平提升，销售费用率改善

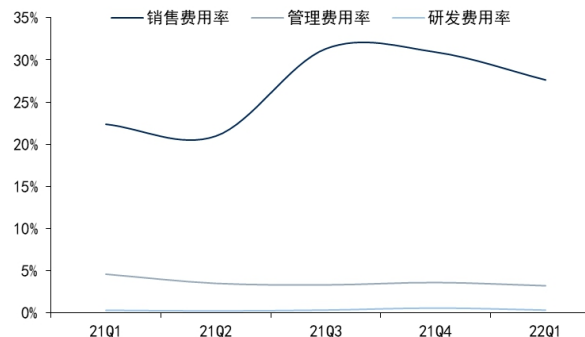
毛利率方面，公司 2021 全年毛利率 70.14%，同比提升 0.76pct，其中主营的珠宝首饰业务毛利率同比提升 0.83pct。2022 年一季度看，毛利率 71.12%，同比提升 0.71pct，受益公司相对高毛利率的求婚钻戒占比提升等。**费用率方面**，公司 2021 全年销售费用率 26.35%，同比下降 3.24pct，管理费用率 3.74%，同比下降 2.77pct，整体费用率管控良好。

图32：公司分季度毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

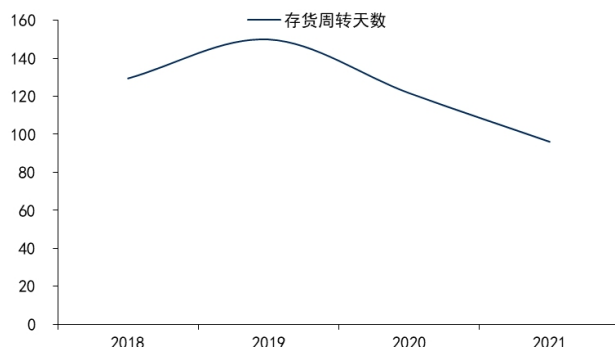
图33：公司分季度费用率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

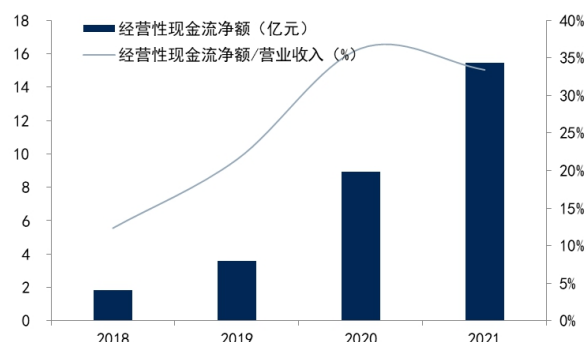
公司 2021 年存货周转天数为 96.11 天，同比下降 25.6 天，整体存货周转效率提升。现金流方面，公司 2021 年实现经营性现金流净额 15.44 亿元，同比增长 72.82%。如前文所述，公司采取定制化销售模式，根据顾客的实际需求进行生产，这种以需定产的模式使得公司在保持较高的营收水平的同时，能够更好的控制自身的存货水平、维持较低的开店成本和良好的现金流。

图34：公司存货周转天数（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图35：公司经营现金流（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：新锐婚钻品牌，拓渠道稳健增长，给予“增持”评级

公司作为主打婚嫁场景的钻石新贵品牌，通过独特的品牌理念及营销战略，已在核心用户群众，建立了一定的消费者心智，实现了领先同行的业绩成长以及盈利能力。未来行业层面钻石首饰渗透率空间大，消费年轻化及钻石镶嵌偏好将推动行业增长，且公司自身也将通过加快高质量渠道拓展，强化新兴营销布局，不断巩固婚戒品类优势，同时择机开拓配饰品类复购消费场景，打开中长期成长空间。

综合上文的盈利假设及预测，综上，我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 17.80 亿元/23.30 亿元/28.68 亿元，分别同比+36.71%/+30.90%/+23.10%，对应 EPS 分别为 4.45 元/5.82 元/7.17 元/股，对应 PE 分别为 13.7/10.5/8.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表7：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A/E)	PEG (22E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
1929.HK	周大福	13.06	1306.00	0.60	0.70	0.85	1.01	21.67	18.75	15.39	12.94	20.76	0.70	买入
002867.SZ	周大生	12.93	141.72	1.39	1.12	1.42	1.73	9.33	11.54	9.12	7.47	19.87	0.34	买入
600612.SH	老凤祥	42.27	177.40	3.03	3.35	3.90	4.44	14.95	12.62	10.84	9.53	21.74	1.24	买入
301177.SZ	迪阿股份	60.96	243.85	1.56	3.62	4.45	5.82	38.96	16.86	13.70	10.47	18.96	0.37	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：老凤祥为 wind 一致预测，周大福货币单位为港元，周大福、迪阿股份 2021 年为实际值

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	181	4742	8061	10644	12829	营业收入	2464	4623	6224	7986	9666
应收款项	166	185	256	396	421	营业成本	755	1381	1848	2356	2822
存货净额	297	440	718	914	1096	营业税金及附加	130	255	342	434	530
其他流动资产	52	67	249	202	257	销售费用	729	1218	1704	2181	2617
流动资产合计	1619	7451	10378	12656	15154	管理费用	160	173	271	345	414
固定资产	3	6	63	120	164	财务费用	11	26	(155)	(234)	(293)
无形资产及其他	6	6	6	5	5	投资收益	16	42	5	5	5
投资性房地产	303	806	806	806	806	资产减值及公允价值变动	14	28	5	5	5
长期股权投资	0	0	2	4	6	其他收入	(16)	(7)	0	0	0
资产总计	1932	8269	11255	13591	16135	营业利润	692	1633	2225	2912	3585
短期借款及交易性金融负债	0	215	5	5	5	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
应付款项	308	455	599	761	913	利润总额	692	1632	2225	2912	3585
其他流动负债	496	499	840	1145	1237	所得税费用	128	330	445	582	717
流动负债合计	804	1170	1444	1911	2155	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	563	1302	1780	2330	2868
其他长期负债	9	233	238	243	248	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	9	233	238	243	248		2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	813	1403	1681	2154	2403	净利润	563	1302	1780	2330	2868
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	6	2	63	56	62
股东权益	1118	6867	9574	11438	13732	折旧摊销	4	4	5	12	19
负债和股东权益总计	1932	8269	11255	13591	16135	公允价值变动损失	(14)	(28)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	11	26	(155)	(234)	(293)
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	154	(303)	21	241	48
每股收益	1.56	3.62	4.45	5.82	7.17	其它	(7)	(2)	(63)	(56)	(62)
每股红利	0.33	0.00	0.89	1.16	1.43	经营活动现金流	708	975	1801	2577	2930
每股净资产	3.11	19.07	23.93	28.59	34.33	资本开支	0	(35)	(120)	(120)	(120)
ROIC	215%	48%	55%	240%	267%	其它投资现金流	(578)	(1095)	923	594	(50)
ROE	50%	19%	19%	20%	21%	投资活动现金流	(578)	(1130)	801	472	(172)
毛利率	69%	70%	70%	70%	71%	权益性融资	0	4461	1284	0	0
EBIT Margin	28%	35%	33%	33%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	35%	33%	34%	34%	支付股利、利息	(120)	0	(356)	(466)	(574)
收入增长	48%	88%	35%	28%	21%	其它融资现金流	130	254	(210)	0	0
净利润增长率	113%	131%	37%	31%	23%	融资活动现金流	(110)	4715	718	(466)	(574)
资产负债率	42%	17%	15%	16%	15%	现金净变动	20	4560	3320	2583	2185
息率	0.5%	0.0%	1.6%	2.1%	2.6%	货币资金的期初余额	162	181	4742	8061	10644
P/E	39.0	16.9	13.7	10.5	8.5	货币资金的期末余额	181	4742	8061	10644	12829
P/B	19.6	3.2	2.5	2.1	1.8	企业自由现金流	720	940	1554	2267	2573
EV/EBITDA	32.8	14.6	12.6	9.9	8.1	权益自由现金流	850	1194	1468	2454	2807

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032