

线下门店量效齐增，经营韧性较强

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2021年年报及2022年一季报。2021年公司实现营收46.2亿元，同比增长87.6%，实现归母净利润13亿元，同比增长131.1%，业绩保持亮眼。22Q1实现营收12.2亿元，同比增长12.6%，实现归母净利润3.8亿元，同比增长16.8%，3月疫情反复对公司经营有一定影响，整体仍彰显较强经营韧性。
- 费控持续优化，盈利能力进一步提升。** 公司毛利率70.1%，同比上升0.8pp，费控方面，21年公司总费率达31%，同比下降6.2pp，费控进一步优化，主要是销售费用率及管理费用率下滑所致。其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为26.4%/3.7%/0.4%/0.6%，分别同比-3.2pp/-2.8pp/-0.3pp/+0.1pp。受益于毛利率提升叠加费用率下降，21年公司净利率达28.2%，同比提升5.3pp。22Q1公司毛利率/净利率分别进一步提升至71.1%/30.8%，盈利能力进一步提升。
- 主营业务壁垒进一步夯实，全渠道发力。** 2021年公司求婚钻戒/结婚对戒/其他饰品/其他业务分别贡献营收36.6亿元(+95.9%)/8.7亿元(+56.2%)/0.7亿元(+166.9%)/0.3亿元(+71.3%)，营收占比分别为79.2%/18.7%/1.5%/0.6%，主营产品业绩亮眼。分渠道来看，线上自营/线下分别贡献营收6亿元(+168.4%)/40亿元(+79.5%)，线上增势迅猛。线下渠道中，直营/联营/经销分别贡献营收36.7亿元(+80.3%)/3.2亿元(+71.8%)/78.5万元(+700.3%)，线下直营渠道仍是最重要的增量贡献，发力显著。
- 线上用户增加，线下门店量效齐增。** 2021年公司通过调整线上产品策略，自建平台/第三方销售平台销售订单额分别同比达1.1亿元(+119.5%)/5.5亿元(+148.1%)，注册用户增加388万户达839万户。线下门店快速拓张，净开店108家达461家，其中直营/联营门店分别净增96家/12家，达420家/41家。店效方面，受益于公司品牌力提升叠加门店运营能力优化，21年公司直营/联营单店营收分别达1017.6亿元(+41.8%)/974.8万元(+40.5%)，单店坪效分别达11.6万元(+48.2%)/14.3万元(+36%)，单店毛利分别达725.8万元(+43.6%)/679.3万元(+42.9%)，店效显著提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为4.11元、5.39元和6.62元，对应PE分别为14倍、10倍和9倍。考虑到公司业绩增长迅速，在钻戒领域同价格带品牌性突出，给予公司2022年18倍PE，对应目标价74元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业需求不及预期的风险；疫情反复影响终端销售的风险；开店增速不及预期的风险。

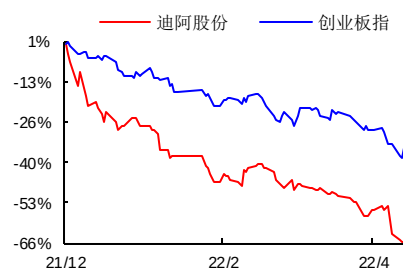
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4622.73	5903.15	7657.33	9417.22
增长率	87.57%	27.70%	29.72%	22.98%
归属母公司净利润(百万元)	1301.77	1645.07	2156.78	2647.22
增长率	131.09%	26.37%	31.11%	22.74%
每股收益EPS(元)	3.25	4.11	5.39	6.62
净资产收益率ROE	18.96%	19.32%	20.21%	19.88%
PE	17	14	10	9
PB	3.28	2.65	2.11	1.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

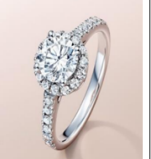
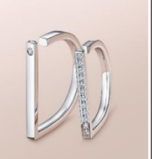
总股本(亿股)	4.00
流通A股(亿股)	0.34
52周内股价区间(元)	55.51-165.01
总市值(亿元)	222.05
总资产(亿元)	34.66
每股净资产(元)	5.87

相关研究

1 钻戒行业黑马，业绩持续高增长

迪阿是一家聚焦婚恋人群，主要从事为婚恋人群定制高品质钻石镶嵌饰品的一家公司。自 2010 年创立以来，公司致力于 DR 自有品牌的品牌建设、渠道拓展、产品研发和供应链整合，打造“男士一生只能定制一枚”的品牌形象。目前公司已形成求婚钻戒、结婚对戒及其他饰品三大产品系列，为婚恋人群提供定制化服务。截止 2021 年 12 月，DR 品牌在微博、抖音、快手等知名互联网平台共拥有了超过 2000 万粉丝，品牌影响力较为突出。

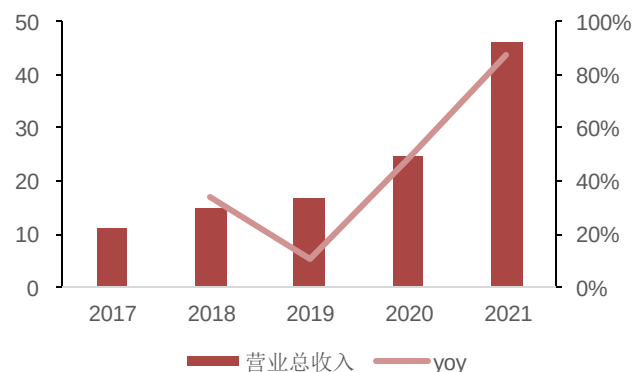
图 1：迪阿股份部分产品矩阵

类别	求婚钻戒		结婚对戒		其他饰品	
产品系列	SWEETIE	TRUE LOVE	D-DESTINY	JUST YOU	DR PARIS	LOCE & KEY
系列简介	SWEETIE 系列以简约线条一气呵成，以一体成型的流畅工艺，勾勒出灵动轻盈的跳跃之“心”。心形中央点缀上独颗钻石，成为整个作品的点睛之笔。	TRUE LOVE 系列钻戒以“圆形”作为主导设计风格，采用了包镶钻戒镶嵌工艺，将整颗圆钻紧紧嵌入其中。	D-DESTINY 系列将品牌经典字母 D 与 DESTINY 命中注定的含义融入设计中，让特有的真爱格调成为一生承诺的标志。	JUST YOU 系列以六芒星为灵感设计，具有永恒守护的珍贵含义。将“六芒星”嵌入对戒中，犹如夜空中的繁星闪耀。	DR PARIS 系列手镯灵感源于浪漫的巴黎情人锁桥：来自全球各地的情侣，都喜欢在巴黎塞纳河畔锁上心锁，象征彼此永恒坚固的爱情，渴望锁住一颗真心不变。	LOCE & KEY 系列手链以钥匙代表心有灵犀的默契：古往今来，人们钟爱用锁和钥匙寄托爱情的祝愿，一锁一生，爱意永恒。
产品图示						

数据来源：公司公告，西南证券整理

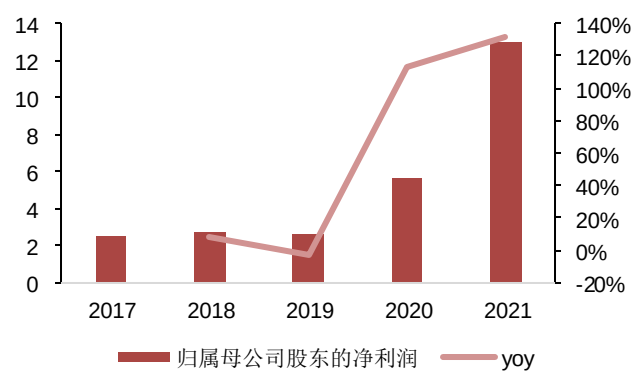
钻戒行业黑马，业绩高速增长。收入端来看，2017-2021 年公司营业收入从 11.2 亿元增长到 2021 年的 46.2 亿元，年均复合增长率达到 42.6%，同期周大生/潮宏基/老凤祥营收复合增速分别为 24.5%/10.8%/10.2%，公司作为钻戒行业黑马，业绩增速显著更高。2021 年营收较上年同期增长 87.6%，创历史新高。公司归母净利润从 2015-2021 年复合年均增速为 51%。2021 年较上年同期增长 131.1%达到 13 亿元，营收和净利润增速均处于加速上升趋势。

图 2：2017-2021 年公司营收（亿元）及增速



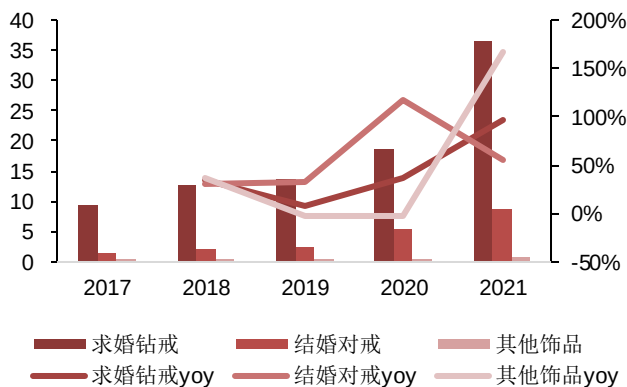
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2017-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速

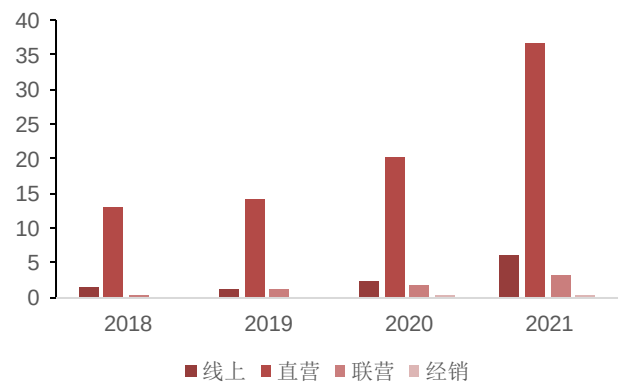


数据来源：公司公告，西南证券整理

求婚钻戒为核心产品，线上线下齐发力。2021 年公司求婚钻戒/结婚对戒/其他饰品分别贡献营收 36.6 亿元 (+95.9%) / 8.7 亿元 (+56.2%) / 0.7 亿元 (+166.9%)，营收占比分别为 79.2%/18.7%/1.5%，求婚钻戒是公司核心产品。受 2019 年公司放开结婚对戒中女戒首次购买限制的带动，结婚对戒销售快速增长，收入占比持续提升。分渠道来看，21 年线上/线下分别贡献营收 6 亿元 (+168.4%) / 40 亿元 (+79.5%)，线上增势迅猛，营收占比分别为 13%/87%，线下仍是公司主力渠道。线下渠道中，直营/联营/经销分别贡献营收 36.7 亿元 (+80.3%) / 3.2 亿元 (+71.8%) / 78.5 万元 (+700.3%)，线下亦发力显著。

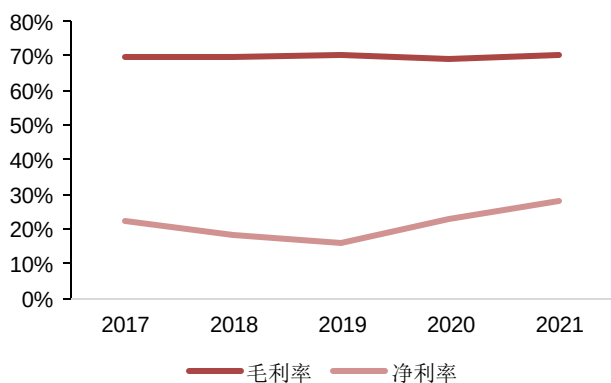
图 4：2017-2021 年公司主要产品收入 (亿元)


数据来源：公司年报，西南证券整理

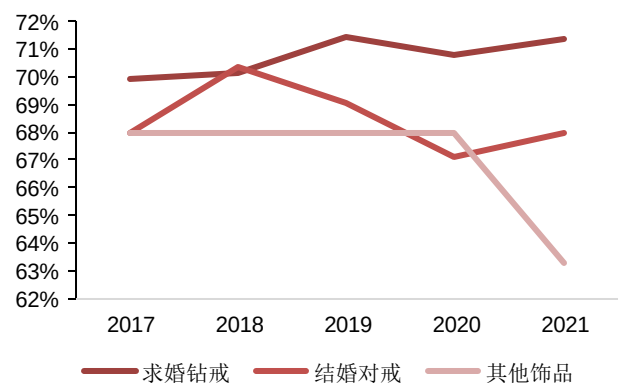
图 5：2017-2021 年公司外销/内销收入及增速


数据来源：公司年报，西南证券整理

毛利率较为稳健，主营产品盈利能力优秀。2021 年公司毛利率为 70.1%，较 2017 年提升 0.4pp，近年来公司毛利率较为稳健，2017-2021 年毛利率围绕 70% 的中枢波动，分产品来看，2021 年求婚钻戒/结婚对戒/其他饰品毛利率分别为 71.3%/68%/63.3%，分别较 2017 年 +1.4pp/+0pp/-4.7pp，主营产品求婚钻戒与结婚对戒盈利能力均优秀。

图 6：2017-2021 年公司毛利率及归母净利率


数据来源：公司年报，西南证券整理

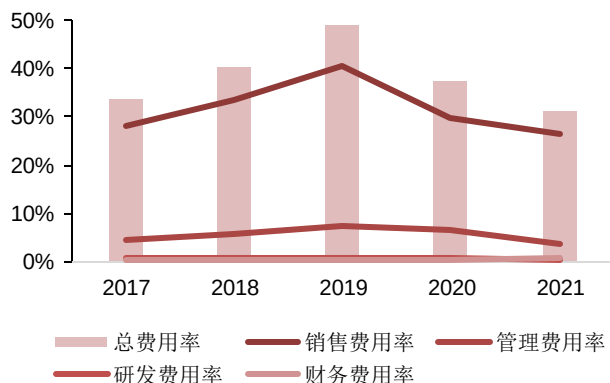
图 7：2017-2021 年公司主要产品毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

费控持续优化，盈利能力领先。2021 年公司总费用率为 31%，较 2017 年下降 6.2pp，其中 2017-2019 年受公司规模扩张，销售费用与管理费用支出大幅提升影响，总费用率提升 15.1pp 至 48.9%。2020 年以后，受益于公司费用管控、推广投入结构优化、社保与租金减免等，总费率逐步回落，2021 年总费率较 2019 年下降 17.9pp 来看，21 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 26.6%/34.7%/0.06%，较 2016 年分别

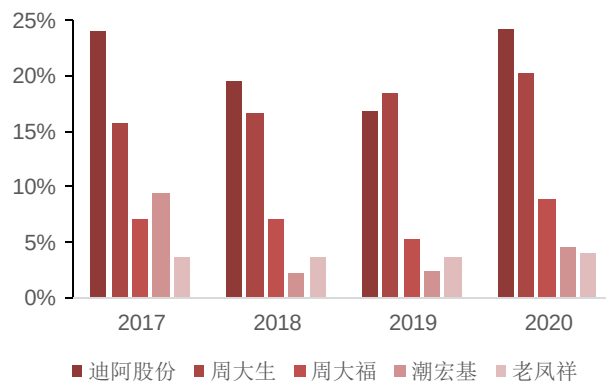
-3.3pp/-2.8pp/-0.3pp/+0.1pp。受益于毛利率稳中有升叠加费控优化，公司 21 年净利率达 28.2%，较 2017 年提升 5.7pp，超过同行业的可比公司。

图 8：2017-2021 年公司费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2017-2020 年公司与可比公司净利率



数据来源：公司年报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：线下渠道仍是公司营收主力贡献，未来将继续保持扩张趋势，预计 2022-2024 年公司门店数分别达到 571/690/790 家；

假设 2：随着公司产品力持续提升，公司毛利率能维持在相对高位，预计 2022-2024 年公司毛利率分别达到 70.1%、70.5%、70.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	4622.73	5903.1	7657.3	9417.2
yoy	87.6%	27.7%	29.7%	23.0%
营业成本	1380.55	1762.2	2260.4	2765.4
毛利率	70.1%	70.1%	70.5%	70.6%
求婚钻戒				
收入	3660.71	4685.7	6091.4	7492.4
yoy	95.9%	28.0%	30.0%	23.0%
成本	1049.11	1349.5	1736.1	2127.9
毛利率	71.3%	71.2%	71.5%	71.6%
结婚对戒				
收入	866.423	1083.03	1386.28	1691.26
yoy	56.2%	25.0%	28.0%	22.0%

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
成本	277.27	344.40	436.68	527.67
毛利率	68.0%	68.2%	68.5%	68.8%
其他饰品				
收入	67.53	97.9	132.2	171.8
yoy	166.9%	45.0%	35.0%	30.0%
成本	24.7865	35.4	47.3	60.5
毛利率	63.3%	63.8%	64.2%	64.8%
其他业务				
收入	28.07	36.5	47.4	61.7
yoy	71.4%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	29.392	32.8	40.3	49.3
毛利率	-4.7%	10.0%	15.0%	20.0%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取同样处于珠宝首饰行业的周大生、老凤祥、潮宏基作为可比公司。可比公司 2022 年平均 PE 为 8.8 倍，考虑到迪阿股份业绩增速、成长性高于可比公司（未来三年净利润复合增速预计达到 27%），公司在钻戒领域同价格带品牌性突出，给予迪阿股份 2022 年 18 倍 PE，对应目标价 74 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
002867.SZ	周大生	11.67	1.4	1.66	8.4	7.1
600612.SH	老凤祥	37.46	3.9	4.43	9.6	8.5
002345.SZ	潮宏基	3.93	0.48	0.57	8.3	7
平均值					8.8	7.5
301177.SZ	迪阿股份	55.51	4.11	5.39	14	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4622.73	5903.15	7657.33	9417.22	净利润	1301.76	1645.07	2156.78	2647.22
营业成本	1380.55	1762.18	2260.38	2765.35	折旧与摊销	61.71	11.94	12.16	12.41
营业税金及附加	255.19	319.19	418.37	511.86	财务费用	25.91	23.83	25.22	25.65
销售费用	1217.91	1552.53	2006.22	2476.73	资产减值损失	-10.15	-8.00	-8.00	-8.00
管理费用	172.83	217.24	277.20	357.85	经营营运资本变动	-45.61	-37.27	-34.18	49.59
财务费用	25.91	23.83	25.22	25.65	其他	210.59	-20.72	-20.00	-22.58
资产减值损失	-10.15	-8.00	-8.00	-8.00	经营活动现金流净额	1544.21	1614.85	2131.98	2704.29
投资收益	41.63	15.00	15.00	15.00	资本支出	-13.40	-18.00	-13.00	-13.00
公允价值变动损益	17.57	13.72	15.00	14.58	其他	-1157.22	221.55	30.00	29.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1170.62	203.55	17.00	16.58
营业利润	1632.51	2048.91	2691.94	3301.35	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.90	-1.11	-1.02	-1.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1631.61	2047.80	2690.92	3300.30	股权融资	4447.89	0.00	0.00	0.00
所得税	329.85	402.73	534.14	653.08	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1301.76	1645.07	2156.78	2647.22	其他	-259.53	-236.17	-25.22	-25.65
少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	4188.36	-236.17	-25.22	-25.65
归属母公司股东净利润	1301.77	1645.07	2156.78	2647.22	现金流量净额	4560.01	1582.22	2123.76	2695.22
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4741.51	6323.73	8447.48	11142.70	成长能力				
应收和预付款项	245.34	328.84	417.21	513.14	销售收入增长率	87.57%	27.70%	29.72%	22.98%
存货	439.97	561.59	718.37	880.30	营业利润增长率	135.78%	25.51%	31.38%	22.64%
其他流动资产	2024.07	1833.23	1835.94	1838.66	净利润增长率	131.12%	26.37%	31.11%	22.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	129.01%	21.19%	30.92%	22.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6.33	7.91	9.27	10.38	毛利率	70.14%	70.15%	70.48%	70.64%
无形资产和开发支出	5.88	19.72	28.55	37.39	三费率	30.65%	30.38%	30.15%	30.37%
其他非流动资产	806.09	796.73	787.38	778.02	净利率	28.16%	27.87%	28.17%	28.11%
资产总计	8269.18	9871.74	12244.21	15200.59	ROE	18.96%	19.32%	20.21%	19.88%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.74%	16.66%	17.61%	17.42%
应付和预收款项	650.62	1004.58	1186.29	1461.03	ROIC	2515.11%	1019.77%	600.70%	494.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.21%	35.31%	35.64%	35.46%
其他负债	751.99	352.83	386.80	421.23	营运能力				
负债合计	1402.61	1357.40	1573.09	1882.26	总资产周转率	0.91	0.65	0.69	0.69
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	962.92	892.21	1043.43	1148.52
资本公积	4459.22	4459.22	4459.22	4459.22	应收账款周转率	27.11	29.65	29.85	29.16
留存收益	2010.04	3655.11	5811.89	8459.11	存货周转率	3.75	3.52	3.53	3.45
归属母公司股东权益	6866.58	8514.34	10671.12	13318.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.20%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6866.58	8514.34	10671.12	13318.33	资产负债率	16.96%	13.75%	12.85%	12.38%
负债和股东权益合计	8269.18	9871.74	12244.21	15200.59	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.37	8.04	8.52	8.71
					速动比率	5.99	7.54	7.98	8.18
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1720.13	2084.68	2729.32	3339.41	每股收益	3.25	4.11	5.39	6.62
PE	17.30	13.69	10.44	8.51	每股净资产	17.17	21.29	26.68	33.29
PB	3.28	2.65	2.11	1.69	每股经营现金	3.86	4.04	5.33	6.76
PS	4.87	3.82	2.94	2.39	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	8.99	6.55	4.23	2.65					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn