

疫情致业绩承压，渠道逆势扩张

投资要点

- 业绩摘要:** 2022H1 公司实现营收 20.9 亿元，同比降 10.1%；实现归母净利润 5.8 亿元，同比下降 20.6%；实现扣非净利润 4.9 亿元，同比下降 30.8%。单季度来看，2022Q2 公司实现营收 8.6 亿元，同比减少 30.1%；实现归母净利润 2 亿元，同比减少 50.2%；实现扣非后归母净利润 1.5 亿元，同比减少 62.4%，受疫情影响，二季度业绩表现承压。
- 疫情反复致盈利能力有所承压。** 报告期内，公司整体毛利率为 70.6%，同比增加 0.6pp，主要受益于产品结构优化，高单价的求婚钻戒占比提升。分品类来看，求婚钻戒的毛利率为 72.3%，同比增加 1.5pp，结婚对戒的毛利率为 68.9%，同比增加 1.6pp。费用率方面，公司总费用率为 36.2%，同比增加 9.6pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 32%/3.6%/0.1%/0.4%，同比+10.4pp/-0.4pp/-0.5pp/+0.2pp，店铺数量增加、人员薪资费用增加导致销售费用上升，费控压力增大。综合来看，公司净利率为 27.7%，同比减少 3.7pp，3 月份以来受疫情影响，门店客流减少，消费者推迟购买，短期业绩略承压。单季度数据来看，2022Q2 毛利率为 69.9%，同比增加 0.3pp；净利率为 23.5%，同比减少 9.5pp。存货方面，截至 22H1 存货较期初增加 17.2%，存货周转天数为 141 天，较期初增加 45 天。
- 求婚钻戒韧性更强，线上线下均承压。** 分品类来看，求婚钻戒/结婚对戒分别贡献营收 16.5/0.9 亿元，分别同比-9.7%/-13.2%，求婚钻戒表现略好于结婚对戒，韧性更强。分渠道来看，线上自营/线下直营/线下联营分别实现营业收入 2.2/16.8/1.6，同比分别-16.8%/-11.5%/+1.1%，线下渠道主要是权重市场华东区在疫情影响下承压，线上渠道下滑主要是无法到店体验服务限制了线上渠道下单。
- 同店增速回落，线下拓店逆势扩张。** 2022 上半年，受疫情反复影响，部分线下门店暂停营业或缩短营业时间，导致报告期内公司直营门店单店营业收入 371 万元，同比下降 34.7%；联营门店单店营业收入 366.6 万元，同比下降 35.7%。公司基于长期发展和品牌建设需要，逆势扩张门店，截止 2022 年 6 月达 552 家，较 2021 年底净增 91 家，其中直营店净增 86 家至 506 家，联营店净增 5 家至 46 家。预计随着疫情缓和，公司业绩有望快速恢复增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.38 元、4.43 元和 5.50 元，对应 PE 分别为 15 倍、11 倍和 9 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业需求不及预期的风险；店效修复不及预期的风险；新开门店数量不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

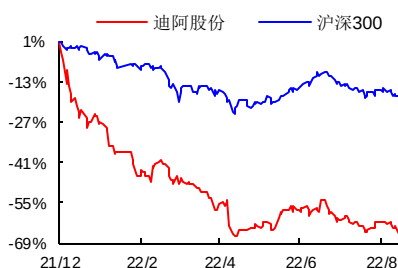
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4622.73	5196.96	6633.51	8095.90
增长率	87.57%	12.42%	27.64%	22.05%
归属母公司净利润(百万元)	1301.77	1353.13	1771.41	2201.68
增长率	131.09%	3.95%	30.91%	24.29%
每股收益 EPS(元)	3.25	3.38	4.43	5.50
净资产收益率 ROE	18.96%	16.46%	17.73%	18.05%
PE	15.48	14.89	11.37	9.15
PB	2.93	2.45	2.02	1.65

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)	0.36
52 周内股价区间(元)	50.37-165.01
总市值(亿元)	201.49
总资产(亿元)	34.66
每股净资产(元)	5.87

相关研究

- 迪阿股份(301177): 线下门店量效齐增, 经营韧性较强 (2022-04-29)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：预计 2022-2024 年公司线下门店分别净开 120/130/140 家，分别达到 581/711/851 家；

假设 2：随着公司品牌力提升叠加规模效应显现，预计 2022-2024 年公司毛利率分别达到 70.2%、70.8%、71.2%。

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	5197.0	6633.5	8095.9
yoy	87.6%	12.4%	27.6%	22.0%
营业成本	1380.55	1547.9	1939.0	2332.8
毛利率	70.1%	70.2%	70.8%	71.2%
求婚钻戒				
收入	3660.71	4136.6	5294.9	6459.7
Yoy	95.9%	13.0%	28.0%	22.0%
成本	1049.11	1187.2	1493.1	1808.7
毛利率	71.3%	71.3%	71.8%	72.0%
结婚对戒				
收入	866.423	953.07	1200.86	1459.05
Yoy	56.2%	10.0%	26.0%	21.5%
成本	277.27	304.03	377.07	436.26
毛利率	68.0%	68.1%	68.6%	70.1%
其他饰品				
收入	67.53	73.6	95.7	122.5
Yoy	166.9%	9.0%	30.0%	28.0%
成本	24.7865	26.6	34.3	43.1
毛利率	63.3%	63.8%	64.2%	64.8%
其他业务				
收入	28.07	33.7	42.1	54.7
yoy	71.4%	20.0%	25.0%	29.8%
成本	29.392	30.0	34.5	44.7
毛利率	-4.7%	11.0%	18.1%	18.2%

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、周大福作为可比公司，考虑到公司作为定制珠宝新兴品牌，精准把握消费者需求，营销能力突出，今年虽受疫情冲击业绩承压，但其逆势扩张渠道，预计疫情后将恢复快速增长，长期趋势仍看好，维持“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 (当地货币)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002867.SZ	周大生	12.75	1.28	1.53	1.77	9.93	8.35	7.19
600612.SH	老凤祥	37.20	3.51	3.99	4.42	10.61	9.32	8.41
002345.SZ	潮宏基	4.87	0.42	0.50	0.60	11.70	9.66	8.14
平均值						10.75	9.11	7.91
301177.SZ	迪阿股份	50.37	3.38	4.43	5.50	14.89	11.37	9.15

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	5196.96	6633.51	8095.90	净利润	1301.76	1353.13	1771.41	2201.68
营业成本	1380.55	1547.86	1938.96	2332.80	折旧与摊销	61.71	11.94	12.16	12.41
营业税金及附加	255.19	281.01	362.44	440.05	财务费用	25.91	20.87	22.01	22.39
销售费用	1217.91	1374.60	1747.93	2131.65	资产减值损失	-10.15	-8.00	-8.00	-8.00
管理费用	172.83	259.85	325.04	396.70	经营营运资本变动	-52.27	-65.31	-36.09	37.29
财务费用	25.91	20.87	22.01	22.39	其他	217.26	-24.05	-23.33	-20.36
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	1288.58	1738.15	2245.41
投资收益	41.63	15.00	15.00	15.00	资本支出	-13.40	-3.00	-3.00	-3.00
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	218.55	27.00	26.58
营业利润	1632.51	1733.50	2259.14	2793.90	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.90	-49.11	-49.02	-49.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1631.61	1684.39	2210.11	2744.84	股权融资	4447.89	0.00	0.00	0.00
所得税	329.85	331.26	438.70	543.17	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1301.76	1353.13	1771.41	2201.68	其他	-259.53	-233.22	-22.01	-22.39
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	-233.22	-22.01	-22.39
归属母公司股东净利润	1301.77	1353.13	1771.41	2201.68	现金流量净额	4560.01	1273.91	1743.14	2249.59
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	6015.42	7758.56	10008.16	成长能力				
应收和预付款项	245.34	289.30	360.43	438.82	销售收入增长率	87.57%	12.42%	27.64%	22.05%
存货	439.97	497.43	625.29	751.48	营业利润增长率	135.78%	6.19%	30.32%	23.67%
其他流动资产	2024.07	1832.13	1834.36	1836.62	净利润增长率	131.12%	3.95%	30.91%	24.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	129.01%	2.68%	29.84%	23.35%
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%	70.22%	70.77%	71.19%
无形资产和开发支出	5.88	4.72	3.55	2.39	三费率	30.65%	31.85%	31.58%	31.51%
其他非流动资产	806.09	796.73	787.38	778.02	净利率	28.16%	26.04%	26.70%	27.19%
资产总计	8269.18	9443.64	11378.84	13825.87	ROE	18.96%	16.46%	17.73%	18.05%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.74%	14.33%	15.57%	15.92%
应付和预收款项	650.62	883.03	1020.15	1238.64	ROIC	2515.11%	1035.08%	630.38%	519.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.21%	33.99%	34.57%	34.94%
其他负债	751.99	338.21	364.88	391.74	营运能力				
负债合计	1402.61	1221.24	1385.03	1630.38	总资产周转率	0.91	0.59	0.64	0.64
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	962.92	785.48	903.92	987.38
资本公积	4459.22	4459.22	4459.22	4459.22	应收账款周转率	27.11	27.98	29.64	29.06
留存收益	2010.04	3363.17	5134.58	7336.26	存货周转率	3.71	3.27	3.44	3.38
归属母公司股东权益	6866.58	8222.40	9993.81	12195.49	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	8222.40	9993.81	12195.49	资产负债率	16.96%	12.93%	12.17%	11.79%
负债和股东权益合计	8269.18	9443.64	11378.84	13825.87	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.37	8.73	9.18	9.33
					速动比率	5.99	8.23	8.64	8.79
					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	1766.31	2293.30	2828.70	每股收益	3.25	3.38	4.43	5.50
PE	15.48	14.89	11.37	9.15	每股净资产	17.17	20.56	24.98	30.49
PB	2.93	2.45	2.02	1.65	每股经营现金	3.86	3.22	4.35	5.61
PS	4.36	3.88	3.04	2.49	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	7.61	6.57	4.30	2.69					
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悉范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
	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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn