

迪阿股份 (301177.SZ)

独特模式塑造钻饰新贵，夯实内功紧握复苏机遇

增持

核心观点

公司主营珠宝首饰业务，以“DR”品牌为核心。公司以钻戒为主，聚焦婚恋市场，差异化打造了真爱、唯一的品牌文化，2019-2021 年营收/归母净利润复合增速分别达到 67%/122%。2021 年收入结构中，求婚钻戒占比 79.2%，结婚对戒占比 18.7%；渠道端以线下直营为主，占比 79.5%。今年受疫情反弹影响，公司前三季度收入及利润分别下滑 10.8%/22.0%，但公司仍积极推动渠道扩张，前三季度新增直营店 183 家。

钻石首饰渗透空间大，多场景消费打开成长空间。据欧睿国际数据，2021 年中国基于钻石材质的珠宝市场规模为 1337 亿元，较 2020 年实现了 21.77% 的强劲复苏增长。短期从需求来看，钻石需求与婚庆等场景高度绑定具有一定刚需属性，因而疫情对于需求影响仅为阶段性压制。同时长期来看，相较海外市场，国内钻石首饰在婚嫁及悦己场景中的渗透率仍有提升空间，随着年轻群体及下沉市场扩张，未来行业整体仍有成长空间。

公司将真爱理念融入产品，渠道+营销策略强化品牌认知。公司品牌策略端打造“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 and 精准营销方式，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 600 余家线下直营店提供佩戴和服务体验，场景式销售引流效果明显。产品端公司积极进行品类迭代拓新，提升复购。

估值与投资建议：短期来看，疫情对于公司的影响主要为线下交付场景，但公司以独特 DTC 业务模式，持续获取并积累潜在用户规模，有望受益于疫后的快速复苏。长期来看，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的品牌认知，门店依托与知名购物中心合作仍有高质量开店空间，且有望积极开拓配饰等新品类提高品牌复购率，打开中长期成长空间。综合绝对及相对估值，我们给予公司合理价值区间为 67.32 元/股-74.06 元/股，对应市值 269 亿元-296 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：营销模式未适应市场变化；门店拓展不及预期；销售规则执行不严格；行业竞争环境恶化

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	4,310.70	5,797.94	7,373.52
(+/-%)	48.06%	87.57%	-6.75%	34.50%	27.17%
净利润(百万元)	563.30	1301.77	1090.01	1577.73	2069.50
(+/-%)	113.44%	131.09%	-16.27%	44.74%	31.17%
每股收益(元)	1.56	3.62	2.72	3.94	5.17
EBIT Margin	27.99%	34.53%	26.44%	29.78%	30.94%
净资产收益率(ROE)	50.37%	18.96%	14.09%	17.53%	19.42%
市盈率(PE)	34.25	14.82	19.67	13.59	10.36
EV/EBITDA	28.99	12.93	19.90	13.34	10.20
市净率(PB)	17.25	2.81	2.77	2.38	2.01

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·深度报告

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

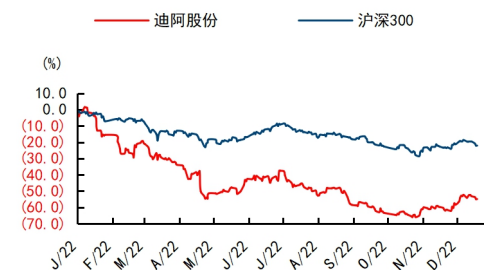
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	67.32 - 74.06 元
收盘价	53.60 元
总市值/流通市值	21441/2145 百万元
52 周最高价/最低价	150.99/39.97 元
近 3 个月日均成交额	81.82 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

《迪阿股份 (301177.SZ) - 二季度整体经营承压，积极拓展线下品牌门店》——2022-08-29

《迪阿股份 (301177.SZ) - 疫情反复影响业绩表现，加速推进门店布局》——2022-04-23

内容目录

公司概况.....	5
公司历史沿革.....	5
公司经营概况.....	5
股权结构及管理层：创始人持股比例高，合作华润集团强化渠道建设.....	8
行业分析：钻石首饰渗透空间大，多场景消费打开成长空间.....	10
行业概况：钻石首饰零售规模破千亿，后疫情时期稳健增长.....	10
短期修复：明年行业有望迎来疫后确定性复苏机遇.....	10
长期驱动：居民消费力是底层支撑，下沉+多场景消费打开长期成长空间.....	11
竞争格局：集中度持续提升，“DR”差异化定位抢占中高端市场.....	14
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.....	16
品牌端以真爱理念吸引消费群体.....	16
定制化销售符合真爱唯一的理念，同时提升周转效率.....	17
营销推广：主动把握新媒体渠道传播优势，强化消费者心智.....	18
渠道深耕：立足线下自营，构建多层次 DTC 销售模式.....	19
长期成长驱动：单店模型优异+广阔开店空间，依托 DTC 模式挖掘用户复购潜力.....	20
盈利预测.....	23
估值与投资建议.....	25
绝对估值：69.81 元/股-78.30 元/股.....	25
相对估值：59.46 元/股-67.32 元/股.....	26
投资建议.....	27
风险提示.....	28
估值的风险.....	28
盈利预测的风险.....	28
经营风险.....	28
行业风险.....	29
内控风险.....	29
其它风险.....	29
财务预测与估值.....	30

图表目录

图 1: 迪阿股份历史沿革.....	5
图 2: 迪阿股份营业收入及增速 (亿元、%)	5
图 3: 迪阿股份归母净利润及增速 (亿元、%)	5
图 4: 迪阿股份营业收入分品类占比 (%)	6
图 5: 迪阿股份营业收入分品类增速 (%)	6
图 6: 迪阿股份营业收入分渠道占比 (%)	7
图 7: 迪阿股份营业收入分渠道增速 (%)	7
图 8: 迪阿股份旗下门店数量变化 (家)	7
图 9: 迪阿股份线上销售分渠道占比 (%)	7
图 10: 迪阿股份营业收入分区域占比 (%)	7
图 11: 迪阿股份分区域收入增速 (%)	7
图 12: 迪阿股份股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日)	8
图 13: 中国珠宝首饰零售规模 (亿元、%)	10
图 14: 中国基于钻石材质的珠宝首饰零售规模 (亿元、%)	10
图 15: 2022 年以来限额以上金银珠宝零售额增速 (%)	11
图 16: 2020 年疫情后黄金珠宝行业复苏进程.....	11
图 17: 全国居民人均可支配收入及增速 (亿元、%)	12
图 18: 居民消费、储蓄、投资意愿变化.....	12
图 19: 中国新中产阶级城市层级分布情况 (%)	12
图 20: 三四线城市宽裕小康和大众富裕家庭占比提升 (%)	12
图 21: 钻石首饰在我国婚嫁场景的渗透率较低 (%)	13
图 22: 中国不同年龄段女性消费者对珠宝品类的偏好 (%)	13
图 23: 参数相近情况下克拉越大钻戒价格越高 (万元)	13
图 24: 迪阿股份大克拉求婚钻戒收入占比提升 (%)	13
图 25: 中国消费者购买或收到钻石首饰的原因.....	14
图 26: 中国消费者喜欢收到的礼物排行.....	14
图 27: 中国珠宝零售市场前五大品牌市占率 (%，按零售额)	15
图 28: 奢侈品对于不同年龄段消费者的吸引力要素矩阵.....	17
图 29: 公司定制产品销售占比情况 (%)	17
图 30: 迪阿股份存货周转率较高.....	18
图 31: 公司市场推广费中各渠道的占比结构 (%)	19
图 32: 公司旗下真爱体验店.....	20
图 33: DR 线下婚礼策划场景.....	20
图 34: 全国购物中心新开业数量及增速 (个、%)	22
图 35: 迪阿股份各年龄段消费者对应的收入占比 (%)	22

表1: 迪阿股份部分管理层履历.....	8
表2: 迪阿股份与华润资本、润信致融战略合作的具体内容.....	9
表3: 珠宝首饰分类.....	10
表4: 市面上不同品牌求婚钻戒产品的价格对比.....	14
表5: 中国珠宝零售市场主要品牌的市占率 (%)	15
表6: DR 产品购买规则.....	16
表7: 公司营销推广渠道及方式.....	19
表8: 迪阿股份直营店单店模型 (以 2021 年数据为例)	21
表9: 传统黄金珠宝门店的主要投入项目 (以三线城市 100 m ² 的门店为例)	21
表10: 迪阿股份盈利预测 (百万元、%)	24
表11: 迪阿股份盈利预测主要调整项目.....	25
表12: 公司盈利预测假设条件 (%)	25
表13: 资本成本假设.....	26
表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港元)	26
表15: 可比公司 2021 年财务数据对比.....	26
表16: 可比公司估值.....	27

公司概况

公司历史沿革

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，并在 2022 上半年开始布局婚嫁黄金系列产品，满足多样化消费需求。

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 2022 年 6 月底，终端门店数量达到 552 家。

图1：迪阿股份历史沿革

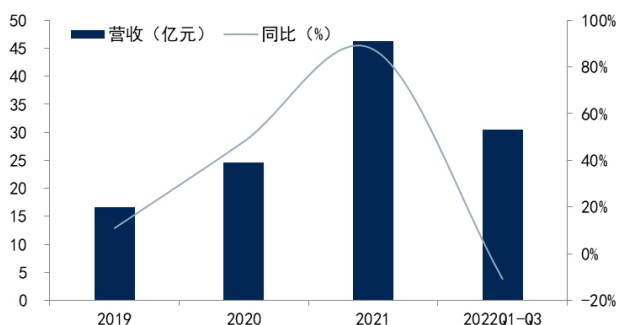


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

公司经营概况

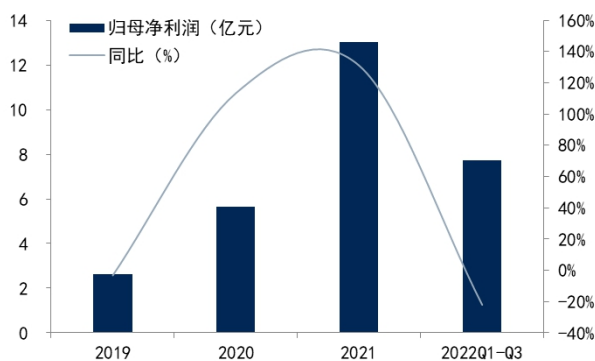
经营业绩方面，公司 2021 年实现营收 46.23 亿元，同比增长 87.57%，实现归母净利润 13.02 亿元，同比增长 131.09%，2019-2021 年收入及归母净利润复合增速分别为 66.65%/122.09%。2022 年前三季度营收 30.43 亿元，同比下降 10.79%，实现归母净利润 7.73 亿元，同比下降 22%，整体受到疫情反复等多方因素影响。但公司整体经营发展仍在积极推进，预计在疫后也有望实现稳步复苏。

图2：迪阿股份营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：迪阿股份归母净利润及增速（亿元、%）



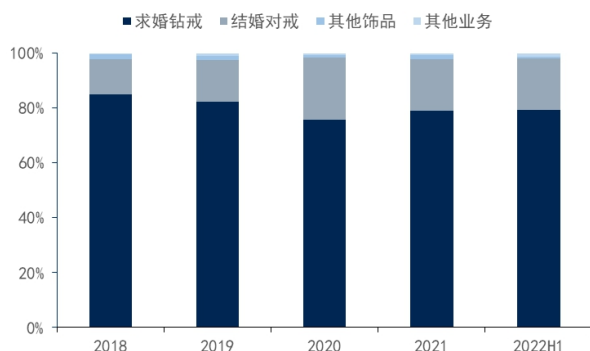
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 营业收入分品类：以钻石镶嵌为核心，布局黄金品类满足多样化需求

从珠宝分类上，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，2019-2021 年占营业收入的比重分别为 82.22%/75.81%/79.19%，2022 上半年占比为 79.27%。结婚对戒占比次之，且呈现逐步提升趋势，2019-2021 年占营业收入的比重分别为 15.28%/22.50%/18.74%，2022 上半年占比为 18.74%。

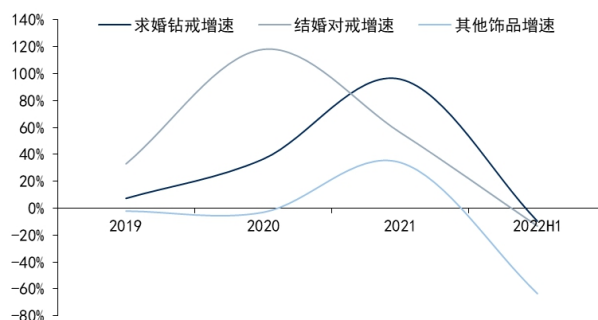
此外，公司 2022 年 6 月发布了婚嫁黄金系列产品，产品同样延续“一生只送一人”理念，满足消费者多样化的产品需求，同时为门店销售提供增量及提供复购率。

图4：迪阿股份营业收入分品类占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：迪阿股份营业收入分品类增速（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

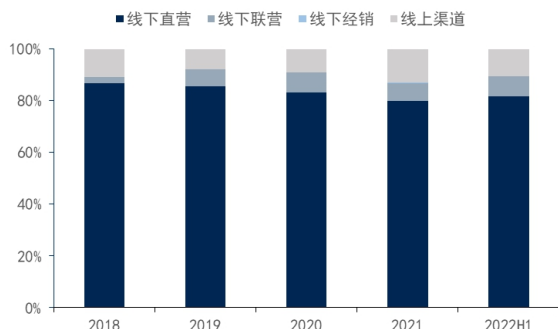
◆ 营业收入分渠道：线下直营为主，线上销售

公司构建了线下+线上的全渠道销售模式：其中线下以直营为主，2019-2021 年占收入比重分别为 84.92%/82.68%/79.47%，2022 上半年收入占比 80.75%；线下联营主要系与商场合作，商场按照营业额的一定比例收取提成；线下经销主要系全资子公司卡伯深圳开展的业务，经营子品牌 Story Mark。线下占比较高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。

线下具体门店数量方面，2019-2021 年，公司期末门店数量分别为 302/353/461 家，2022 上半年门店总数达到 552 家，其中直营店 506 家，联营店 46 家。具体到城市分布看，552 家门店中，分布在一二线城市的门店有 356 家，占比约 64.50%，分布在三线及以下城市的门店有 194 家，占比约 35.14%。

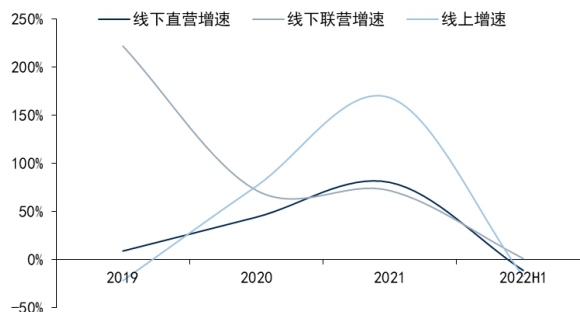
公司线上销售渠道主要包括自建销售平台（公司官网）、第三方销售平台渠道（天猫、京东等电商平台），均为品牌自营。2019-2021 年占收入比重分别为 7.6%/9.05%/12.95%，2022 上半年占比 10.38%，整体呈现逐步提升趋势，其中以电商平台销售为主，2022 上半年占线上销售的比重超过 80%。

图6: 迪阿股份营业收入分渠道占比 (%)



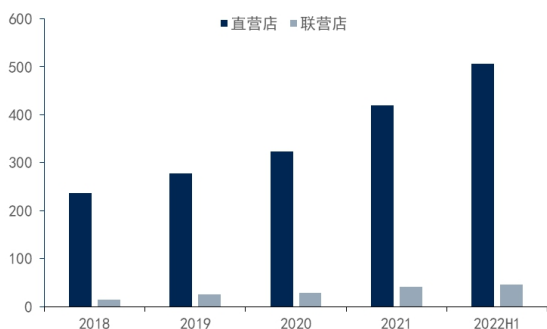
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 迪阿股份营业收入分渠道增速 (%)



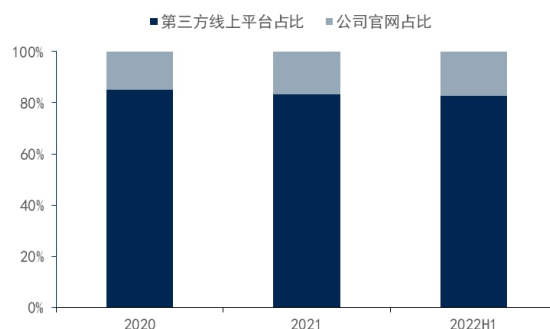
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 迪阿股份旗下门店数量变化 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 迪阿股份线上销售分渠道占比 (%)

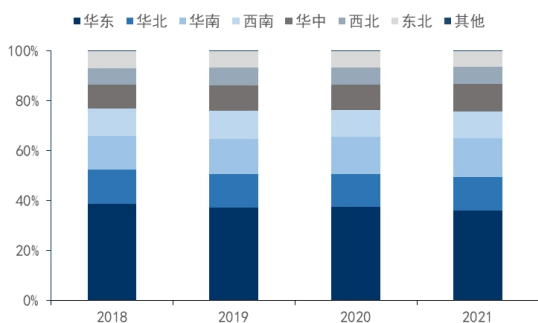


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 营业收入分区域: 华东、华南等地收入占比较高

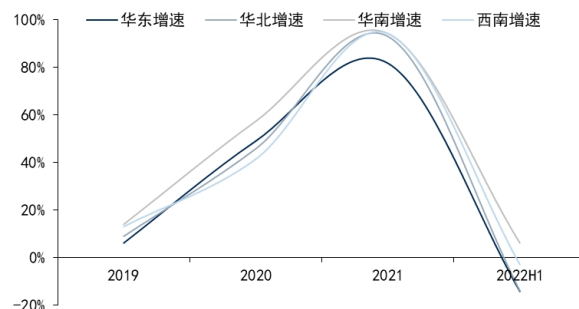
公司收入的区域结构中, 华东、华南等经济较为发达区域收入占比高。2019-2021年, 华东地区收入占比分别为 36.75%/37%/35.87%, 2022 上半年占比 34.96%; 华南地区 2019-2021 年收入占比 13.90%/14.78%/15.32%, 2022 上半年占比 16.32%。

图10: 迪阿股份营业收入分区域占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 迪阿股份分区域收入增速 (%)

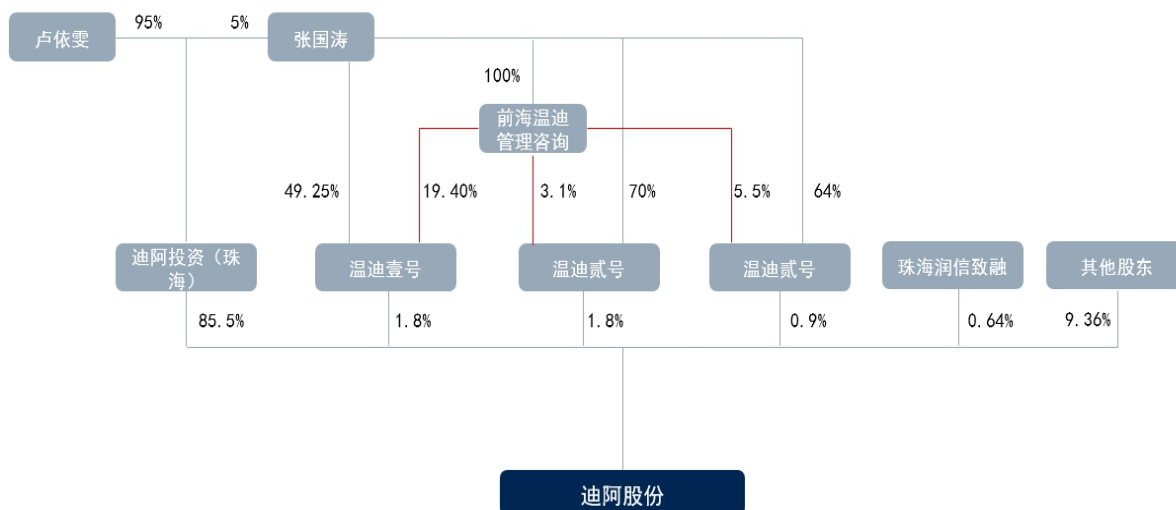


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层：创始人持股比例高，合作华润集团强化渠道建设

公司创始人张涛、卢依雯夫妇，截至 2022 年 9 月 30 日，两人合计通过迪阿投资（珠海有限公司）、温迪壹号、温迪贰号、温迪叁号三大员工持股平台合计持有公司 88.68% 的股份，其中卢依雯通过迪阿投资（珠海）持有 81.23% 股份，张涛通过迪阿投资（珠海）、三大员工持股平台持有公司 7.45% 股份。

图12: 迪阿股份股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日)



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，公司核心管理层在市场营销、奢侈品运营、品牌推广等方面经验丰富。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。

表1：迪阿股份部分管理层履历

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）。
卢依雯	董事、副总经理（副总裁）	中欧国际工商学院 EMBA 硕士学历，公司创始人，曾荣获“福布斯中国 30 位以下精英榜”，“胡润 30 × 30 创业领袖”，“亚洲品牌十大杰出领袖”等荣誉
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

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

员工激励方面，如前文所述，公司设立了温迪壹号、温迪贰号、温迪叁号三大员工持股平台，绑定公司高管和核心骨干员工等，包括品牌传播总监、技术负责人、大区总监、采购负责人、仓储物流经理等。

此外，公司上市进行了战略配售，公司与华润资本及润信致融三方签署了《战略合作协议》，其中值得关注的是，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，将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: 迪阿股份与华润资本、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，多场景消费打开成长空间

行业概况：钻石首饰零售规模破千亿，后疫情时期稳健增长

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

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：公司招股书、国信证券经济研究所整理

市场规模方面，据欧睿国际数据，2021 年中国珠宝首饰行业零售规模 7642 亿元，在 2020 年低基数基础上同比增长 18%，预计 2022 年在疫情反复的情况下稳健增长 6.8%。总体上，近年来中国珠宝首饰零售规模增长表现平稳，2016-2021 年复合增速为 4.5%。

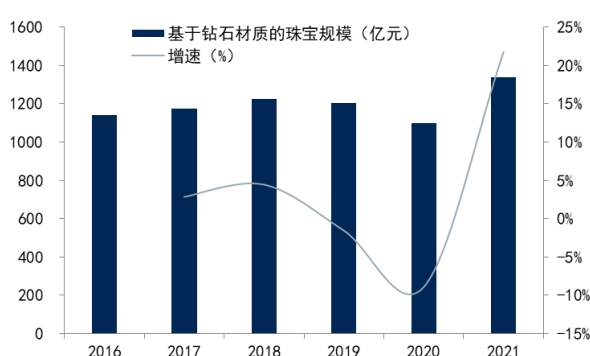
具体到迪阿股份主营的钻石镶嵌市场看，欧睿公布了基于钻石材质的珠宝首饰规模，2019-2021 年市场规模分别为 1206 亿元/1098 亿元/1337 亿元，其中 2021 年在疫情相对稳定的情况下实现了 21.77% 的强劲复苏增长。

图13: 中国珠宝首饰零售规模（亿元、%）



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图14: 中国基于钻石材质的珠宝首饰零售规模（亿元、%）



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

短期修复：明年行业有望迎来疫后确定性复苏机遇

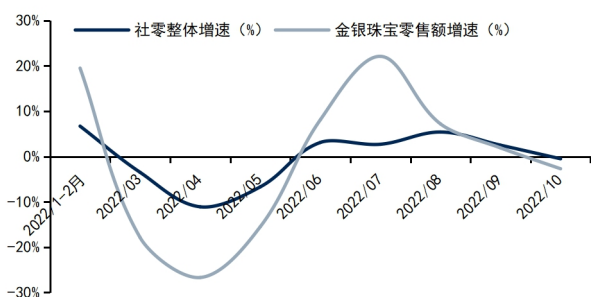
从今年的情况来看，行业的基本面走势与疫情影响高度相关。自3月开始，在全国疫情散发影响下，金银珠宝消费受到明显的抑制，3-5月社零分别同比

-17.9%/-26.7%/-15.5%。6月至8月中旬，受益于疫情缓解及520、七夕等节日，金银珠宝消费显著修复，7月社零一度恢复至22.10%。但9月起至今，因各地疫情反复黄金珠宝社零数据再度走弱。

展望明年，随着疫情防控解除后的基本面复苏，线下消费场景的恢复有望带动需求的快速有效达成。同时黄金珠宝消费在其婚嫁消费场景偏刚性需求，以及在黄金避险保值属性下，疫情后需求反弹确定性高。

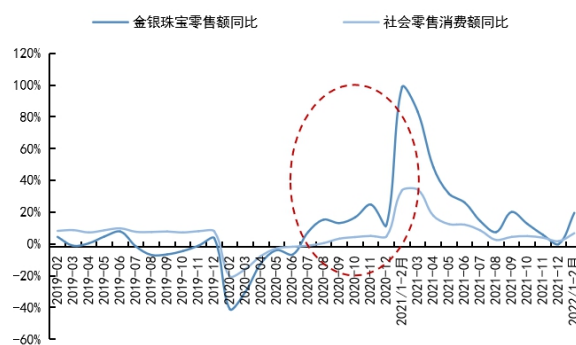
此外，包括迪阿在内的龙头品牌，在今年逆势环境下，仍在渠道端加速开店，产品端积极拓新，从而提升了市场份额，为疫情后有效的同店销售复苏反弹打下坚实基础。

图15: 2022年以来限额以上金银珠宝零售额增速(%)



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图16: 2020年疫情后黄金珠宝行业复苏进程



资料来源：中国人民银行、国信证券经济研究所整理

长期驱动：居民消费力是底层支撑，下沉+多场景消费打开长期成长空间

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。其次我们将从钻石首饰的消费场景出发分析未来行业的发展驱动力，包括：1）即使在结婚率下降背景下，对标国际市场，钻石首饰产品在婚嫁场景中的渗透率仍有提升空间；2）悦己消费场景整体处于加速成长过程中，给钻石市场带来的发展机遇。具体分析如下文：

◆ 宏观层面：居民消费升级提供底层支撑，下沉市场打开增量空间

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%。

消费意愿方面，尽管近两年疫情的反复也阶段性影响了居民的消费信心，但从长期来看，随着疫情形势未来的逐步好转，居民整体消费信心仍有望提升。从2020年的历史数据看，据央行数据，2020年二季度倾向于“更多消费”的居民较一季度上升1.3个百分点，倾向于“更多储蓄”的居民较一季度下降0.1个百分点，2020年三季度倾向于“更多储蓄”的居民继续较二季度下降2.5个百分点。

另一方面从结构性变化看，中低线城市的高消费力人群增加也带来消费增量。据Mob研究院数据，新中产阶级（定义为家庭年收入30万元以上）城市层级分布中，一线+新一线城市占比50.2%，其中主要是新一线城市占比高，达到34.6%，同时意味着二线及以下城市占比也接近50%，是较为广阔的消费市场。此外，麦肯锡

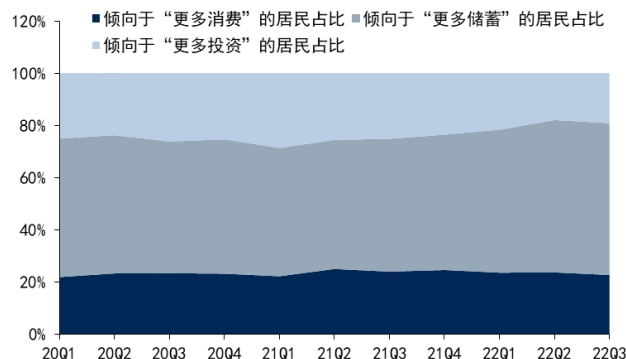
数据显示，2010-2018 年，三四线城市中，年可支配收入达到 14 万至 30 万元人民币的家庭年复合增长率达到 38%，高于一二线城市的 23%。

图17：全国居民人均可支配收入及增速（亿元、%）



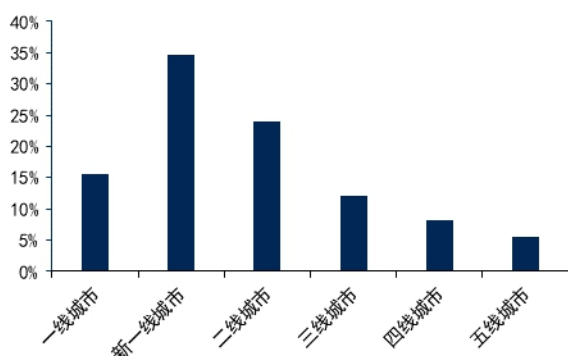
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图18：居民消费、储蓄、投资意愿变化



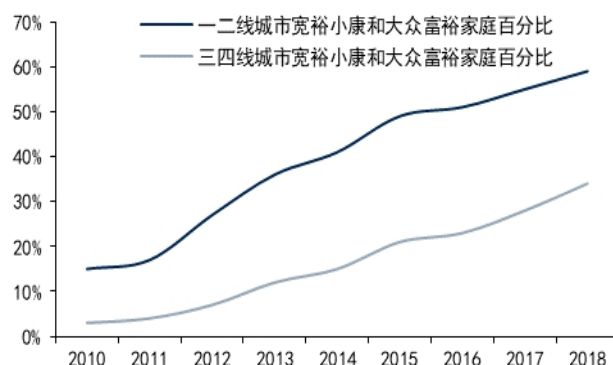
资料来源：中国人民银行、国信证券经济研究所整理

图19：中国新中产阶级城市层级分布情况（%）



资料来源：Mob 研究院、国信证券经济研究所整理

图20：三四线城市宽裕小康和大众富裕家庭占比提升（%）



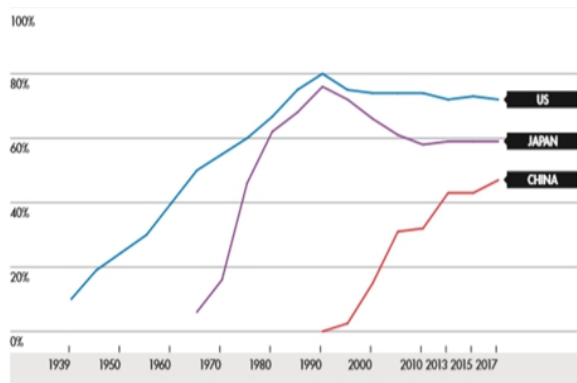
资料来源：麦肯锡、国信证券经济研究所整理 注：宽裕小康家庭年可支配收入 13.8 万元-19.7 万元，大众富裕家庭为 19.7 万元-29.7 万元

◆ 需求场景：婚嫁场景中渗透率提升，非婚嫁场景打开成长空间

1、婚嫁场景：钻石在婚嫁场景渗透率仍有提升空间，同时客单价有望提升

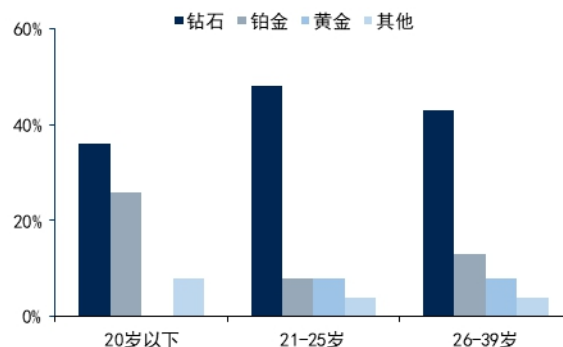
首先虽然目前整体结婚率有所下降，但钻石在婚嫁场景的渗透率，相较于美国及日本市场仍有较大提升空间。据戴比尔斯发布的《钻石行业洞察报告》，中国婚庆饰品中钻石的渗透率持续提升，从 2005 年的仅 30% 左右快速提升至 2017 年的 47%，但仍低于同期美国 70% 以上的渗透率及日本近 60% 的渗透率。**未来，95 后/00 后成为结婚的主力人群，他们对于钻石首饰的偏好有望提升钻石首饰在婚嫁场景中的渗透率。**戴比尔斯统计了中国不同年龄段消费者对于珠宝品类的青睐度，数据显示，钻石珠宝领先铂金、黄金品类，成为各年龄段女性消费者的首选。其中 48% 的 21-25 岁消费者将钻石作为首选，36% 的 20 岁以下消费者将钻石作为首选。

图21: 钻石首饰在我国婚嫁场景的渗透率较低 (%)



资料来源: De Beers、国信证券经济研究所整理

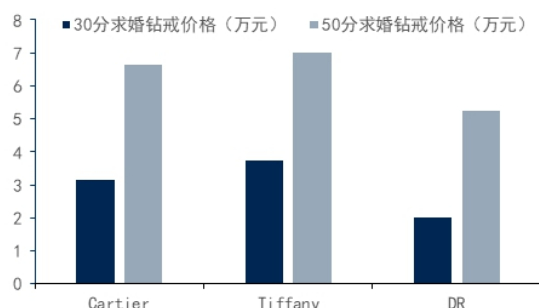
图22: 中国不同年龄段女性消费者对珠宝品类的偏好 (%)



资料来源: De Beers、国信证券经济研究所整理

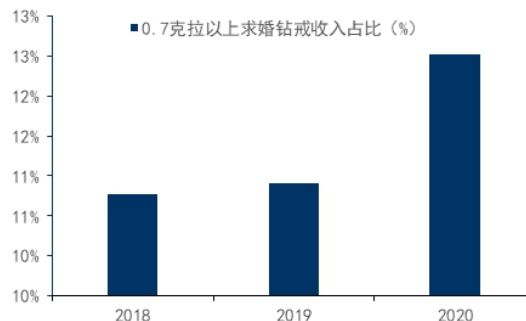
此外,从客单价角度看,一方面是消费者可支配收入提升及对高品质生活的追求,有望带来大克拉钻戒的销售占比提升,从而拉升整体客单价。从业内公司的实际销售数据可以看出,婚恋钻戒企业迪阿股份 0.7 克拉以上的结婚钻戒收入占比从 2018 年的 10.77% 提升至 2020 年的 12.52%。另一方面是产品销售组合带来的客单价提升,婚嫁钻戒品类一般包括求婚钻戒和结婚对戒共计 3 件单品,分别对应求婚场景和婚礼交换戒指场景,未来随着消费者心智教育渗透,有望带动人均购买件数提升,从而拉升婚嫁场景中钻石消费的客单价。

图23: 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 注: 颜色、净度、切工参数相近

图24: 迪阿股份大克拉求婚钻戒收入占比提升 (%)



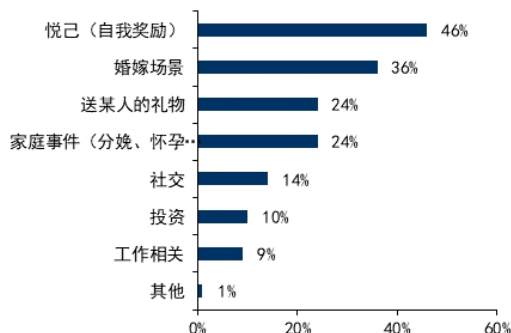
资料来源: 迪阿股份招股书、国信证券经济研究所整理

2、除婚嫁外, 赠礼和悦己同样是钻石首饰的重要消费场景

据贝恩公司数据, 中国消费者购买或者收到钻石首饰的原因中, 分别有 46% 的消费者选择悦己, 36% 的消费者选择婚嫁, 24% 的消费者选择爱的礼物。赠礼方面, 珠宝首饰一直是中国消费者最希望收到的礼物之一, 在 2020 年在消费者偏好中, 仅次于电子产品。如前文所述, 随着年轻消费群体崛起, 他们在珠宝消费中对于钻石首饰的偏好有望带来渗透率提升。

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25: 中国消费者购买或收到钻石首饰的原因



资料来源: 贝恩公司、国信证券经济研究所整理

图26: 中国消费者喜欢收到的礼物排行

2012年	2016年	2020年
珠宝/手表	珠宝/手表	电子产品
钱	钱	珠宝/手表
假期/旅行	电子产品	衣服/手袋/鞋子
衣服/手袋/鞋子	假期/旅行	钱
电子产品	衣服/手袋/鞋子	化妆品
化妆品	化妆品	假期/旅行

资料来源: 贝恩公司、国信证券经济研究所整理

竞争格局: 集中度持续提升, “DR” 差异化定位抢占中高端市场

首先在市场玩家方面, 高端市场以 Tiffany、Cartier 等国际大牌为主, 中高端市场竞争相对激烈, 主要包括老牌中国香港品牌周大福、周生生以及中国品牌周大生、老凤祥等, 以及 DR、I Do 等专营婚恋钻石首饰的品牌。以上品牌在发展过程中也形成了不同的价格定位, 其中公司旗下的 DR 品牌定价属于偏中高端, 该价格段目前高于常见的内资或者港资珠宝品牌, 竞争对手相对较少, 格局较优, 且向上对标国际品牌仍有一定的提价空间。

具体来看, 考虑钻石首饰价格受到克重、颜色、净度及切工等参数的影响, 其中克重影响较大, 我们从各大品牌选取相近参数产品的价格带进行对比, 如上述表格呈现的: 同为 50 分克重、颜色差别在一个等级的钻戒, 卡地亚和蒂芙尼价格均在 6.5 万元以上, DR 价格在 5.25 万元左右, 高于周大福、周生生等常见的内资或港资品牌, 其中周生生的裸钻价格在 3.2 万元左右, 加上 PT950 材质的戒托后亦不超过 4 万元。

表4: 市面上不同品牌求婚钻戒产品的价格对比

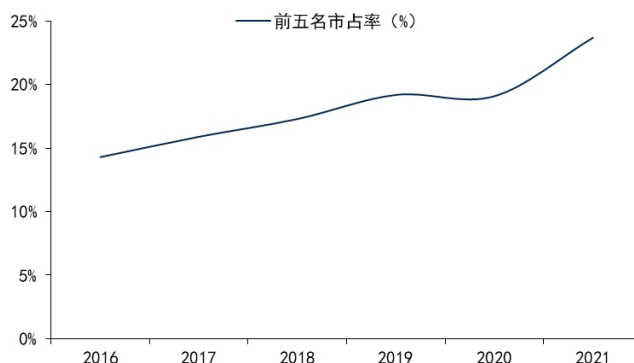
品牌	进口/中国/中国香港品牌	价格 (万元)	参数
Cartier 卡地亚	进口	3.14	30 分, E 色, IF 净度
		6.65	50 分, E 色, IF 净度
Tiffany & Co. 蒂芙尼	进口	3.75	33 分, E 色, IF 净度
		7	50 分, E 色, IF 净度
DR	中国	2.02	30 分, E 色, VVS2 净度
		5.25	50 分, E 色, VVS1 净度
I DO	中国	2.27	30 分, E 色, VVS2 净度
		5.33	50 分, E 色, VVS1 净度
周大福	中国香港	1.11	33 分, E 色, VVS2 净度
		2.59	50 分, E 色, VVS1 净度
周生生	中国香港	1.04 (不含戒托, 价格 4000-7000 不等)	30 分, E 色, VVS2 净度
		3.13 (不含戒托, 价格 4000-7000 不等)	50 分, E 色, VVS1 净度

资料来源: 各品牌官方小程序、国信证券经济研究所整理 注: 价格受不同参数影响, 以上产品均为 Excellent 或 Very Good 切工, 同时不同款式价格存在差异

其次在市场集中度方面，整体珠宝行业看，中国珠宝首饰市场以国产头部品牌为主，据欧睿统计数据（Brand Shares of Jewellery），以销售金额统计的 2021 年市占率前五的品牌分别为周大福（9.3%）、老凤祥（7.9%）、老庙（3.7%）、周大生（1.9%）、周大生（1.7%），DR 以 0.7% 的市占率排名第十。

总体上，龙头企业的渠道能力、产品工艺和品牌优势凸显，取得领先行业的增速，疫情也客观上加速了行业洗牌。据欧睿国际数据，2021 年中国珠宝首饰行业 CR5 达到 23.7%，较 2019 年提升 9.4pct。

图27：中国珠宝零售市场前五大品牌市占率（%，按零售额）



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

表5：中国珠宝零售市场主要品牌的市占率（%）

排名	品牌	所属公司	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)	2021 (%)
1	周大福	周大福	5.1	5.2	6	6.5	7.1	7.6	8.6
2	老凤祥	老凤祥	5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9
3	老庙	豫园股份	2.6	2.2	2.2	2.4	3	3.5	3.6
4	周大生	周大生	0.6	0.7	0.8	1	1.1	1.1	1.7
5	周生生	周生生	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.9
6	蒂芙尼	蒂芙尼							1.3
7	卡地亚	历峰集团	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	1.1	1.4
8	梵克雅宝	历峰集团	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.9
9	六福珠宝	六福集团	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8
10	DR	迪阿股份	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7
11	潮宏基	潮宏基	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
12	明牌珠宝	浙江明牌珠宝	1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6
13	宝格丽	LVMH	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
14	谢瑞麟	谢瑞麟	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
15	施华洛世奇	施华洛世奇	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3	0.3

资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

具体到迪阿股份主营的钻石镶嵌类市场，预计公司在钻石市场的整体市场份额靠前。其中龙头企业周大福 2022 财年镶嵌首饰+铂金 K 金首饰的收入规模为 199.5 亿港元，规模体量领先；迪阿股份 2021 年营收规模为 46.23 亿元，领先其他连锁珠宝品牌的钻石首饰规模，如主营“ID0”品牌的钻石公司恒信玺利 2021 年营收规模为 22.61 亿元，周大生 2021 年镶嵌产品营业收入 22.29 亿元。

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：

1) **品牌策略端**，差异化打造“一生只送一人”的销售理念，以品牌的内在文化和价值理念吸引消费群体；2) **经营模式端**，采取定制化销售模式，“以需定产”捕捉消费者喜好，同时提升经营周转效率；3) **营销宣传端**，公司充分利用社交媒体的高效性和互动性，通过灵活的新媒体营销手段和精准的营销方式，不断抢占年轻消费者心智；4) **渠道拓展端**，公司搭建了多层次的销售渠道，打通线上线下数据通路，实现多渠道数据汇集，为消费者提供了线上线下融合贯通的消费体验。

总体上，凭借优异的品牌力以及独特的商业模式，公司打造了较为优异的单店模型，同时在未来行业渗透率提升，公司品牌理念进一步渗透下，有望逐步开拓广阔的开店空间，获得更高的市场份额。DTC 的销售模式也为公司积累了丰厚的用户，为公司未来的品类扩张拓展复购场景打下基础。

品牌端以真爱理念吸引消费群体

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。

表6: DR 产品购买规则

产品类别	是否允许首购	首次购买规则	是否支持复购
求婚钻戒	是	绑定男士有效身份信息并进行验证，绑定信息、双方姓名、真爱编码均不可更改	不支持，仅支持升级换款和补购，且
对戒（女戒，黄金女戒除外）	是	可直接购买	支持
其他产品	不允许单独购买，订购求婚钻戒或对戒中女戒后方可购买	/	支持

资料来源：公司招股书、公司官网、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。

据波士顿咨询联合 Highsnobiety 发布的研究数据，以奢侈品消费为例，品牌的永恒性、建立情感连接的品牌叙事、社会责任等构成品牌的文化信誉，而那些既注重奢侈品基本属性又搭建文化信誉度矩阵的品牌，其营收增长是忽略文化信誉度品牌的 2-3 倍；此外，在产品吸引力要素矩阵中，相较于 80 后消费者，90 后/00 后消费者更为看重产品品牌的文化信誉度特质，尤其是与品牌的情感连接、产品的个性化及意见领袖和时尚人士曾购买过等。

而 DR 品牌坚守的真爱文化理念符合消费者对于爱情的追求和向往。同时，明星人群自发购买的“带货”行为，也进一步增强年轻消费者购买意愿，且定制销售的

模式亦给消费者带来个性化的产品体验。

图28: 奢侈品对于不同年龄段消费者的吸引力要素矩阵

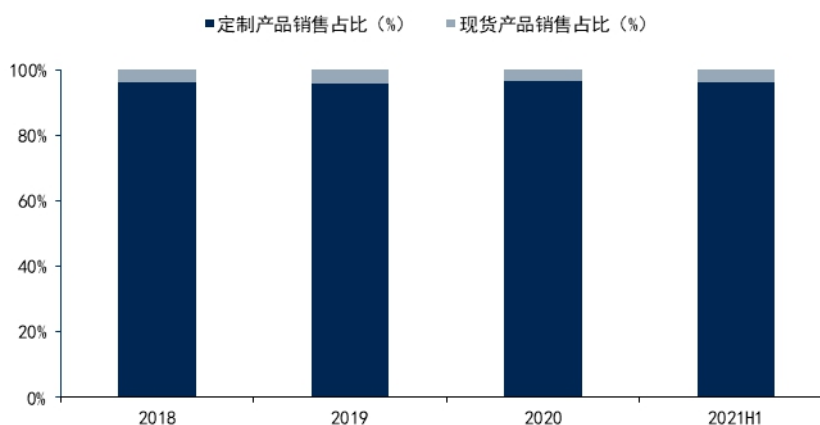
	40-55岁	32-39岁	24-31岁	16-23岁
产品价值	○	○	○	○
产品质量	●	○	○	○
限量版				○
品牌永恒性	●	●	●	○
熟人购买过		●	●	●
品牌情感连接			●	●
意见领袖购买			●	●
产品个性化			●	

资料来源: BCG、Highsnobriety、国信证券经济研究所整理 注: 其中 ● 代表吸引力属性, 可显著增强消费热情; ○ 代表该属性重要, 但对消费热情无明显影响

定制化销售符合真爱唯一的理念, 同时提升周转效率

公司主要采用定制化的销售模式, 据招股书数据, 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%。该销售模式从品牌建设层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, 并有利于公司解消费者时尚偏好。

图29: 公司定制产品销售占比情况 (%)



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

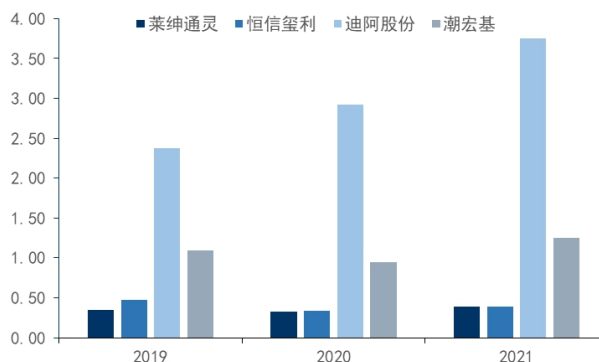
经营层面定制化的模式为公司带来了以下两方面的优势:

1) **定制销售带来较低的铺货资金压力**, 按照公司招股书披露的“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。且公司拥有定制平台, 门店都在 APP 下单, 包括所有参数,

上游供应链可以直接输入参数，实现了数字打通。

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预付款后方可定制，为公司带来较高的资金周转率。从实际财务数据看，公司 2019-2021 年存货周转率分别为 2.38/2.92/3.75，高于大部分上市的珠宝品牌零售商（取镶嵌、时尚珠宝等占比较高的企业）。

图30: 迪阿股份存货周转率较高



资料来源：Wind、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。公司在微博、微信、抖音、快手等知名互联网平台凝聚了超 2000 万的 DR 族粉丝，活跃度达 40%，领先于其他同行可比公司。

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%。

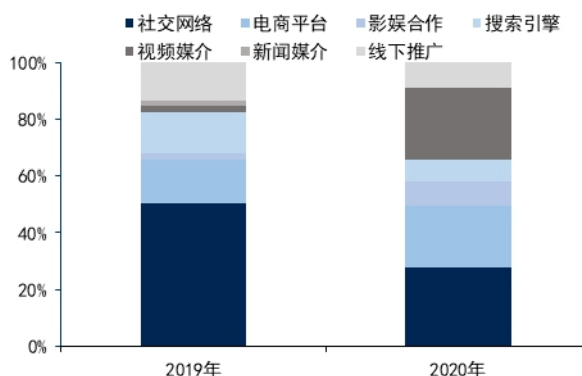
表7: 公司营销推广渠道及方式

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
	微博	粉丝通
		粉丝头条
电商平台	天猫平台	品牌专区
		超级钻展
		超级推荐
影娱合作	京东	直通车
		品销宝
		京准通
影视合作	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
视频媒介	短视频	品牌广告
推广方式	推广平台	短视频广告
新闻媒介	新闻网站、新闻 APP	展示方式
线下推广	户外广告和主题展	信息流广告
		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

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%。

图31: 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

渠道深耕: 立足线下自营, 构建多层次 DTC 销售模式

◆ 自营线下渠道强化品牌管控, 场景式购物增强消费体验

公司线下门店贡献约 80%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、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。具体到迪阿股份看，公司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。

在门店形象的创新上，公司也深度挖掘用户对于浪漫、求婚的需求，在延续“婚”场景浪漫设计理念的基础上，结合地域文化、婚嫁文化、时尚流行文化，运用新型材料、打破传统珠宝店空间布局，不断创新不同类型的求婚亭，为用户提供全方位的真爱沉浸式体验。报告期内，DR 真爱体验店的形象设计和服务体验受到权威认可，斩获国际奖项协会（IAA）颁发的缪斯创意奖-沉浸式体验及零售空间设计类银奖。

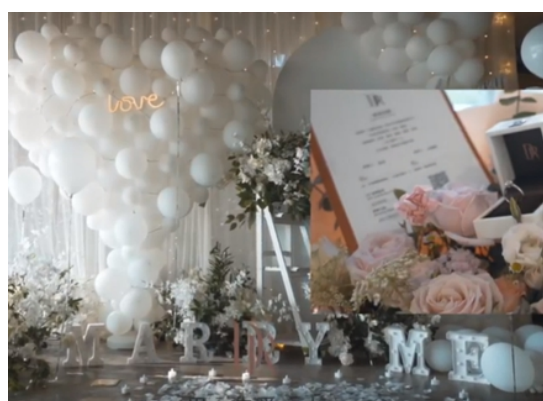
图32：公司旗下真爱体验店



宁波和义大道店

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图33：DR 线下婚礼策划场景



资料来源：DR 婚礼策划小红书账号、国信证券经济研究所整理

◆ 积极发力线上销售，提供线上线下融合贯通的消费体验

公司同时构建了官网+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点，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。公司整体私域粉丝数量增长速度还是比较可观的，截至 2022 年 9 月末已经达到 277.8 万，最近两年增长了将近十倍。

长期成长驱动：单店模型优异+广阔开店空间，依托 DTC 模式挖掘用户复购潜力

◆ 单店模型优异：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。

表8: 迪阿股份直营店单店模型（以 2021 年数据为例）

指标	数值
单店面积（m ² ）	88 m ²
单店年收入（万元）	1017.63
单店坪效（万元/m ² ）	11.56
铺货资金（万元）	45
装修投入（万元）	50
单店毛利率	70%-72%
门店租金占比（%）	12%-15%
人工成本占比（%）	6%-8%
折旧与摊销占比（%）	2%
水电/配送等其他占比（%）	1%
门店层面利润率（%）	46%-49%
整体投资回收期	6 个月左右

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

总体上，我们以公司 2021 年的数据为参考，受益于钻石镶嵌品类的定价优势及公司品牌文化加持，其单店毛利率达到 70%-72% 左右，门店层面营业利润率（不包含总部分摊费用）水平可达到 46%-49%。

表9: 传统黄金珠宝门店的主要投入项目（以三线城市 100 m² 的门店为例）

项目	数值（万元）	备注
货品投入	500 万左右	受黄金、镶嵌及饰品等货品结构影响
加盟管理费	5-10 万	各家珠宝品牌商的收费不同
装修	40-60 万	普通装修一般在 4000-6000 元/m ² ，与门店形象定位有关
租金	36 万	单位面积租金成本为 300 元/m ² /月左右
人工	24-30 万	5 名员工，人均工资 4000-5000 元/月
水电、通讯等其他	20 万	
合计	625-656 万	

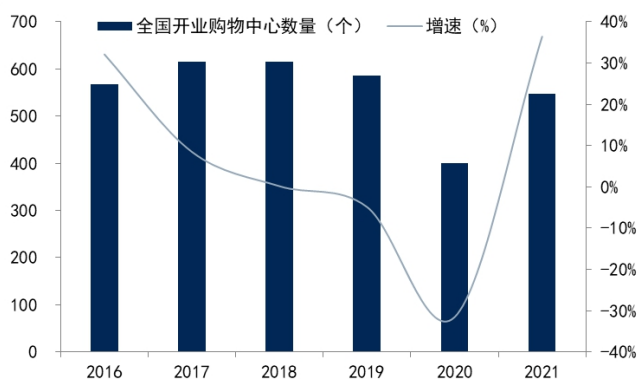
资料来源：曼卡龙招股书、周大福公告、国信证券经济研究所整理

开店空间方面，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。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。

据赢商大数据统计，截止 2021 年底全国购物中心数量已达 5387 个，体量 4.75 亿平方米，其中 2021 年虽疫情有所反复，但全国新开业商业项目达 545 个，较 2020 年增长约 35%。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34: 全国购物中心新开业数量及增速 (个、%)



资料来源: 赢商网、国信证券经济研究所整理

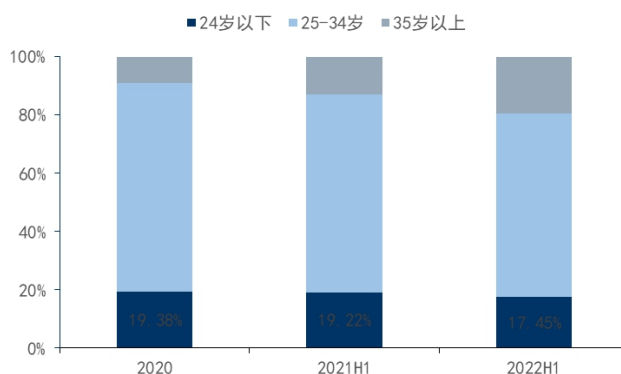
◆ 中长期发展: 依托 DTC 模式下的数据优势, 挖掘用户复购潜力

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、挖掘客户婚后的感情提升需求等复购场景, 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, 目前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, 进而更好的提升消费粘性。

图35: 迪阿股份各年龄段消费者对对应的收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

当然这也对公司自身的经营能力提出更高的要求，包括 1) 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；2) 通过内生外延打造复购变现的新品类业务，如婚庆产品、配饰产品等。

从数据验证来看，公司在打开复购方面逐步取得进展，如 35 岁以上用户对公司的收入贡献从 2019 年的 7.41% 到 2022 年上半年的 19.59%。该年龄段人群非婚场景相对较高，存在补偿性或者婚后纪念日等需求。2022 上半年 DR 为婚后十年以上的夫妻特别研发设计了 TIMELESS 定制时光系列，拓宽了非婚恋场景下可以通过 DR 表达爱意的用户群体。

盈利预测

一、收入端，依据公司披露的数据信息，我们分渠道对公司进行收入分拆及预测，假设条件如下：

◆ 线下渠道方面

1) 首先在开店预测方面，参考公司未来计划及开店节奏，我们预计公司 2022-2024 年分别新增门店 220 家/180 家/140 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，假定每年关店 25 家。则公司 2022-2024 年期末门店总数分别为 661 家/816 家/931 家。

2) 单店收入预测方面，结合销售单价和销量数据进行预测：单价方面，公司在 2021 分批下架了 3000 元以下的钻戒、2022 年上线了婚嫁黄金产品及产品升级提升单价，预计 2022 年平均客单价有所提升。此后两年我们预计随着门店开向下沉市场，以及对戒、配饰等复购产品占比提升短期会带来平均客单价下降，但品类自身的品牌力和提价带来下降幅度收窄，并相对稳健。

销量维度，DR 品牌在婚恋钻饰中的市占率提升、复购类产品提升及公司积极推进“三戒一生”产品组合带来购买件数提升，这是推动门店销量增长的核心要素。此外，疫情角度看，2022 年疫情反复下预计销量出现较大幅度下降，2023 年则有望在整体疫情防控优化下实现快速恢复。

基于以上假设，预计公司 2022-2024 年线下渠道分别实现营收 37.48 亿元/51.91 亿元/66.69 亿元，分别同比-6.23%/+38.50%/+28.45%。

◆ 线上渠道方面

公司将线上定义为流量直接触达客户的重要入口，线下是体验和达成的主要渠道，同时线上商品与线下商品统一定价，预计线上在销量、收入占比等方面的体现会相对偏弱。具体预测来看，

1) 销售单价方面，与线下渠道同逻辑，2022 年预计平均客单价有所提升，此后两年我们预计配饰等复购产品占比提升短期会带来平均客单价下降。

2) 销量方面，2022 年受疫情带来的消费、物流等方面影响，以及公司下架部分低钻重求婚钻戒产品，预计整体销量下降幅度较大，此后有望实现逐步复苏。

我们预计公司 2022-2024 年线上渠道分别实现营收 5.31 亿元/5.71 亿元/6.63 亿元，分别同比-10.6%/+7.48%/+16.14%。

综合以上假设及预测，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 43.11 亿元/57.98 亿元/73.74 亿元，分别同比-6.75%/+34.50%/+27.17%。

二、利润端看，我们分别对毛利率及费用率等要素进行预测：

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，毛利率相对略低。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 2021-2023 年综合毛利率分别为 70.31%/70.43%/71.08%。

费用率方面，短期看，公司加速渠道拓展+品牌建设，费用支出将持续增加，重点体现在人员薪酬、使用权资产折旧及市场推广费用方面。尤其是 2022 年疫情反复下，收入增长有限的同时线下开店费用较为刚性，预计销售费用率同比增幅较大。但中长期公司的费用率有望持续优化，受益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。

表10: 迪阿股份盈利预测（百万元、%）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2464.50	4622.73	4310.90	5798.22	7373.88
YOY		87.57%	-6.75%	34.50%	27.17%
1、线下直营+联营	2224.92	3997.06	3747.99	5190.79	6667.54
YOY		79.65%	-6.23%	38.50%	28.45%
1-1. 已有门店	2114.87	3684.33	3509.74	5005.99	6506.17
门店数量	285	331	441	636	791
平均单店收入	7.42	11.13	7.96	7.87	8.23
1-2. 新增门店	106.61	281.25	222.51	167.49	142.32
门店数量	68	130	220	180	140
平均单店收入	1.57	2.16	1.01	0.93	1.02
2、线下经销	0.10	0.79	0.79	0.94	1.04
YOY		700.33%	0.00%	20.00%	10.00%
3、线上自营	223.00	594.28	531.26	570.99	663.15
YOY		166.49%	-10.60%	7.48%	16.14%
4、其他业务	16.38	28.06	30.86	35.49	42.15
毛利率（%）	69.37%	70.14%	70.31%	70.43%	71.08%
销售费用率（%）	29.58%	26.35%	34.14%	31.03%	30.78%
管理费用率（%）	6.51%	3.74%	3.81%	3.74%	3.42%
研发费用率（%）	0.68%	0.36%	0.42%	0.44%	0.45%
归母净利润	563.30	1301.77	1090.01	1577.73	2069.50
YOY		113.44%	-16.27%	44.74%	31.17%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 10.90 亿元/15.78 亿元/20.70 亿元，分别同比-16.27%/+44.74%/+31.17%。前值预测分别为 15.17 亿元/21.63 亿元/28.14 亿元，下调原因主要系 2022 年较大规模的疫情反弹对收入端造成影响，且线下门店费用较为刚性，具体调整项目如下表：

表11: 迪阿股份盈利预测主要调整项目

	2022 年		调整原因
	原值	现值	
线下直营+联营门店平均单店收入增速	-4.67%	-34.36%	疫情影响线下门店正常营业、客流和消费力等，从而对销量造成影响，单店平均销量原值预测同比个位数增长，现值预测同比下降40%
线上渠道收入增速	15.91%	-10.60%	疫情带来的消费、物流等方面影响
销售费用率	31.07%	34.14%	收入增速下降的同时费用刚性

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：69.81 元/股-78.30 元/股

我们首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

从行业层面看，公司主营钻石镶嵌品类，可选属性较强，对经济波动较为敏感，近两年一定程度上受到疫情冲击，但是中长期看行业规模仍有望实现稳健增长。具体而言：宏观角度居民消费力提升提供底层支撑，同时下沉市场的珠宝消费崛起及整体消费场景从婚嫁朝着悦己、送礼等多元化发展；供给端全渠道带来的优质购物体验、品牌方提升产品设计美感，符合当前悦己式消费方向，从而推动终端消费实现持续的量价增长。

从公司层面看，公司作为婚嫁钻石的龙头企业，率先受益行业整体增长趋势，同时在行业集中度提升的历史机遇期有望通过渠道网络拓展、品牌建设强化而获得更大的市场份额和产业链议价能力。

结合前文的盈利预测分析，我们预期公司 2022-2024 年收入复合增速达到 30.79%，此后受益消费升级及集中度提升，仍有望保持稳健增长，并出于谨慎考虑，预计增速逐年放缓。毛利率方面，中长期产品文化附加值及终端品牌力提升，毛利率总体有望实现稳步提升趋势。费用率方面中长期有望持续优化，受益公司优化渠道投放，充分发挥社媒渠道的高效品宣优势，以及扩张带来的规模效应逐渐体现、管理机制的改善。

表12: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	87.57%	-6.75%	34.50%	27.17%	22.00%	18.00%	13.00%	10.00%
营业成本/营业收入	29.86%	29.69%	29.57%	28.92%	28.80%	28.60%	28.50%	28.50%
管理费用/营业收入	4.10%	4.24%	4.18%	3.87%	3.60%	3.60%	3.30%	3.30%
销售费用/销售收入	26.35%	34.14%	31.03%	30.78%	30.00%	29.50%	29.00%	29.00%
所得税税率	20.22%	15.93%	18.24%	18.13%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测 注：管理费用含研发费用

表13: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.35	T	15.93%
无风险利率	3.00%	Ka	13.13%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.35
公司股价 (元)	53.54	Ke	13.13%
发行在外股数 (百万)	400	E/(D+E)	99.98%
股票市值 (E, 百万元)	21417	D/(D+E)	0.02%
债务总额 (D, 百万元)	5	WACC	13.12%
Kd	4.90	永续增长率 (10年后)	1.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所假设

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港元)

		WACC 变化				
		12.1%	12.6%	13.12%	13.6%	14.1%
永续 增长 率变 化	2.0%	83.71	79.83	76.30	73.10	70.17
	1.5%	81.96	78.30	74.96	71.91	69.12
	1.0%	80.37	76.90	73.73	70.82	68.15
	0.5%	78.92	75.62	72.59	69.81	67.25
	0.0%	77.58	74.43	71.54	68.88	66.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析, 并采用 FCFF 和 FCFE 估值方法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析, 我们最终得出公司合理估值区间为 69.81 元/股-78.30 元/股, 中值为 74.06 元/股, 对应市值 279 亿元-313 亿元, 中值为 296 亿元。

相对估值: 59.46 元/股-67.32 元/股

可比公司选取上, 与公司同属珠宝首饰零售业, 且近年来经营相对稳健的上市公司主要包括周大福、周大生、中国黄金、曼卡龙等, 我们选取这四家公司作为可比公司, 并采用 PE 估值法。相对而言, 公司在成长性和盈利能力上均领先行业。

表15: 可比公司 2021 年财务数据对比

指标	迪阿股份	周大福	周大生	中国黄金	曼卡龙
营业收入 (亿元)	46.23	989.38	91.55	507.58	12.53
yoy	87.57%	41.00%	80.07%	50.23%	54.90%
19-21 年复合增速	66.65%	32.25%	29.74%	15.16%	18.19%
归母净利润 (亿元)	13.02	67.12	12.25	7.94	0.70
yoy	131.09%	11.38%	20.85%	58.84%	10.43%
19-21 年复合增速	122.09%	52.11%	11.14%	32.65%	4.06%
毛利率 (%)	70.14%	22.58%	27.31%	3.09%	20.00%
净利率 (%)	28.16%	6.78%	13.38%	1.57%	5.61%
ROE (摊薄 %)	18.96	19.97	21.16	12.12	9.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 周大福货币单位为港元, 财年口径截至次年 3 月 31 日

与可比公司比较来看, 公司的收入体量领先曼卡龙, 小于其他可比公司, 主要系可比公司均为发展多年的老牌黄金珠宝首饰零售商, 经营历史较长, 旗下门店数量数千家, 发展也较为稳定。但公司作为钻石品牌新贵, 整体成长性上领先可比公司, 2019-2021 年营收/归母净利润复合增速分别达到 66.65%/131.09%, 均领先可比公司。且公司盈利能力突出, 毛利率、净利率位居第一, 这与公司高毛利的钻石镶

嵌占比高及独特的定制化商业模式密不可分。

表16: 可比公司估值

代码	公司简称	股价 (22-12-21)	总市值 (22-12-21)	EPS			PE		
				22E	23E	24E	22E	23E	24E
1929.HK	周大福	14.92	1,492.00	0.73	0.86	1.07	20.58	17.25	13.95
002867.SZ	周大生	13.92	152.55	1.16	1.41	1.69	11.97	9.85	8.25
600916.SH	中国黄金	12.33	207.14	0.54	0.68	0.83	22.80	18.18	14.83
300945.SZ	曼卡龙	13.90	28.44	0.36	0.45	0.58	38.26	30.69	23.90
	加权平均						20.37	16.93	13.72
301177.SZ	迪阿股份	53.60	214.41	2.79	3.96	5.41	19.21	13.52	9.91

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测 注: 中国黄金、曼卡龙为 wind 一致预测

总体上, 我们认为公司作为钻石新贵已经在年轻群体中具备一定的品牌认知度, 未来盈利水平有望得到一定保证; 另一方面, 相较于老牌珠宝龙头, 公司的成长性优势较为明显, 品牌主打婚恋钻石镶嵌品类, 相较于黄金品类, 钻石在我国婚嫁市场的渗透率仍有较大的提升空间, 且公司自身亦积极拓展渠道网络、开拓爱的礼物等多元化消费场景而进一步打开成长空间。

因此, 参考可比公司加权平均 PE 估值, 我们给予公司 2023 年 15-17 倍 PE, 对应股价 59.46 元-67.32 元。

投资建议

短期来看, 疫情对于公司的影响主要为线下交付场景, 但公司以独特 DTC 业务模式, 持续获取并积累潜在用户规模, 有望受益于疫后的快速复苏。长期来看, 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的品牌认知, 门店依托与知名购物中心合作仍有高质量开店空间, 且有望积极开拓配饰等新品类提高品牌复购率, 打开中长期成长空间。

综合上文的盈利假设及预测, 我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 10.90 亿元/15.78 亿元/20.70 亿元, 分别同比-16.27%/+44.74%/+31.17%。对应 EPS 分别为 2.72/3.94/5.17。综合考虑绝对及相对估值, 给予公司合理价值区间为 67.32 元/股-74.06 元/股, 对应市值 269 亿元-296 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 67.32 元/股-74.06 元/股，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近且经营稳健的公司进行比较，选取了可比公司的加权平均 PE 估值作为相对估值的参考，同时考虑公司竞争优势和成长性，最终给予公司 2023 年 15-17 倍 PE，对应股票价值约为 59.46 元-67.32 元。可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险；以及板块景气度下降，或竞争格局进一步加剧，导致板块内上市公司估值承压，从而对公司的相对估值水平造成较大的影响。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入同比-6.75%/+34.50%/+27.17%可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观，进而高估未来 3 年业绩的风险；

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 70.31%/70.43%/71.08%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险；

求婚钻戒和结婚对戒业务的发展与结婚人数及钻石首饰在婚嫁市场中的渗透率密切相关，如果结婚率进一步下降且渗透率提升进展缓慢，可能对公司收入增速造成影响；

除销量外，销售均价亦是影响公司业绩的重要因素，若上游成本持续涨价而公司产品力弱化，无法有效完成终端提价，则可能拉低公司的盈利能力。

经营风险

公司差异化的提出“男士一生仅能定制一枚”求婚钻戒的购买规则，打造了独特的“一生·唯一·真爱”的品牌理念，而若终端门店在实际销售过程未严格执行该规定，将对公司的品牌建设造成较大影响；

公司线下渠道是提升市场份额和传递品牌价值的重要窗口，截至 2022 年 6 月底已有 552 家门店，若后续销售渠道拓展工作未能顺利进行，公司经营业绩将受到不利影响；

互联网的高效性对营销模式变化响应的速度提出了更高的要求，终端消费习惯和潮流也在持续演变，若未来公司不能及时把握市场营销模式的变化，则可能出现公司营销决策失误，进而影响公司经营业绩；

品牌集中的风险：DR 品牌为公司的核心资产，若品牌质量管控、产品设计未跟上市场变化，可能对公司的经营业绩、品牌力造成不利影响；

未能准确把握销售旺季的风险：黄金珠宝产品销售一般在春节、情人节、国庆节等节假日表现较好，若该期间销售不佳可能对全年业绩造成不利影响。且公司往往会在旺季增加产品备货，销售不及预期也可能对财务状况造成不利影响。

行业风险

珠宝首饰具有显著的个性化和多样化消费特征，同时市场化程度高，整体竞争环境日趋激烈；

若公司遭遇行业不正当竞争，品牌理念、商标及门店设计等被冒用，可能对公司自身的品牌建设造成不利影响；

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司创始人为张国涛、卢依雯夫妇，两人合计持有公司 88.68% 的股份，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

其它风险

舆论风险：公司“一生只送一人”的理念以及购买规则，曾被媒体质疑存在道德绑架、花钱可删除购买记录等问题，公司对此已作出相关解释和澄清。但不排除未来可能进一步出现舆论风险，且公司应对不足的可能，从而影响品牌形象和产品销售。

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	6337	7787	9487	营业收入	2464	4623	4311	5798	7374
应收款项	166	185	226	309	359	营业成本	755	1381	1280	1714	2132
存货净额	297	440	456	509	622	营业税金及附加	130	255	237	315	404
其他流动资产	52	67	86	116	147	销售费用	729	1218	1472	1799	2269
流动资产合计	1619	7451	8199	9816	11709	管理费用	160	173	183	243	286
固定资产	3	6	43	79	107	财务费用	11	26	(134)	(176)	(216)
无形资产及其他	6	6	6	5	5	投资收益	16	42	22	27	30
投资性房地产	303	806	806	806	806	资产减值及公允价值变动	14	28	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(16)	(7)	0	0	0
资产总计	1932	8269	9054	10706	12627	营业利润	692	1633	1296	1930	2528
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)	1	0	0
应付款项	308	455	433	581	732	利润总额	692	1632	1297	1930	2528
其他流动负债	496	499	640	877	987	所得税费用	128	330	207	352	458
流动负债合计	804	1170	1078	1463	1723	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	1090	1578	2070
其他长期负债	9	233	238	243	248						
长期负债合计	9	233	238	243	248	现金流量表（百万元）					
负债合计	813	1403	1315	1706	1971		2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(0)	净利润	563	1302	1090	1578	2070
股东权益	1118	6867	7739	9001	10656	资产减值准备	6	2	40	35	39
负债和股东权益总计	1932	8269	9054	10706	12627	折旧摊销	4	4	4	9	13
						公允价值变动损失	(14)	(28)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	11	26	(134)	(176)	(216)
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	154	(303)	86	259	111
每股收益	1.56	3.62	2.72	3.94	5.17	其它	(7)	(2)	(40)	(35)	(39)
每股红利	0.33	0.00	0.54	0.79	1.03	经营活动现金流	708	975	1180	1846	2194
每股净资产	3.11	19.07	19.35	22.50	26.64	资本开支	0	(35)	(80)	(80)	(80)
ROIC	215%	48%	27%	90%	219%	其它投资现金流	(578)	(1095)	923	0	0
ROE	50%	19%	14%	18%	19%	投资活动现金流	(578)	(1130)	843	(80)	(80)
毛利率	69%	70%	70%	70%	71%	权益性融资	0	4461	0	0	0
EBIT Margin	28%	35%	26%	30%	31%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	35%	27%	30%	31%	支付股利、利息	(120)	0	(218)	(316)	(414)
收入增长	48%	88%	-7%	35%	27%	其它融资现金流	130	254	(210)	0	0
净利润增长率	113%	131%	-16%	45%	31%	融资活动现金流	(110)	4715	(428)	(316)	(414)
资产负债率	42%	17%	15%	16%	16%	现金净变动	20	4560	1595	1450	1700
息率	0.6%	0.0%	1.1%	1.6%	2.1%	货币资金的期初余额	162	181	4742	6337	7787
P/E	34.3	14.8	19.7	13.6	10.4	货币资金的期末余额	181	4742	6337	7787	9487
P/B	17.3	2.8	2.8	2.4	2.0	企业自由现金流	720	940	968	1600	1912
EV/EBITDA	29.0	12.9	19.9	13.3	10.2	权益自由现金流	850	1194	871	1744	2089

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