

投资评级 **优于大市** 维持

1Q23 收入降 42% 利润降 73%，需求仍在爬坡期，关注 2Q 婚庆需求回补

股票数据

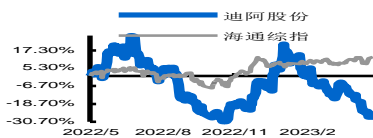
05月05日收盘价(元)	42.29
52周股价波动(元)	39.97-76.99
总股本/流通A股(百万股)	400/40
总市值/流通市值(百万元)	16916/1692

相关研究

《3Q22 疫情反复短期承压，关注疫后需求回补趋势》2022.10.29

《2Q22 疫情扰动门店经营，逆势扩展抢占市场》2022.08.30

《1Q22 收入增 13% 利润增 17%，关注疫后需求回补趋势》2022.04.23

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-17.3	-23.0	-28.5
相对涨幅 (%)	-15.2	-20.3	-25.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

联系人:张冰清

Tel:021-23154126

Email:zbq14692@haitong.com

投资要点:

公司发布 2022 年报: 2022 年全年公司实现营业收入 36.82 亿元, 同比下降 20.36%; 归母净利润 7.29 亿元, 同比下降 43.98%, 扣非净利润 6.13 亿元, 同比下降 50.88%; 基本 EPS 1.82 元, 同比下降 49.72%。经营性现金流净额 8.18 亿元, 同比下降 47.03%。2022 年分配预案: 拟以 4.0 亿股为基数, 每 10 股派 10 元 (含税), 共派发现金红利 4.0 亿元。

公司发布 2023 年一季报: 一季度公司实现营业收入 7.05 亿元, 同比下降 42.27%; 归母净利润 1.01 亿元, 同比下降 73.15%; 扣非净利润 0.50 亿元, 同比下降 85.26%; 基本 EPS 0.25 元。加权平均净资产收益率 1.47%, 经营性现金流净额为 0.93 亿元, 同比下降 78.34%。

简评及投资建议。

1、2022 疫情致使收入承压。2022 年收入同比下降 20.36%至 36.82 亿元, 归母净利同比下降 43.98%至 7.29 亿元, 毛利率同比下降 0.35pct 至 69.79%。其中 4Q22 收入 6.39 亿元同比下降 47.29%, 归母净利润-0.43 亿元同比下降 113.9%, 毛利率同比下降 5.9pct。

(1)分业务模式: 线上自营收入 3.95 亿元, 同比下降 34.07%, 占总收入 10.72%; 线下直营收入 29.80 亿元, 同比下降 18.87%, 占总收入 80.95%; 线下联营收入 2.75 亿元, 同比下降 14.45%, 占总收入 7.48%; 线下经销收入 0 万元; 其他业务收入 0.31 亿元, 同比增长 11.85%, 占总收入 0.85%。

(2)分产品: 求婚钻戒收入 29.02 亿元, 同比下降 20.71%, 占总收入 78.84%, 毛利率同比提升 0.45pct 至 71.79%; 结婚对戒收入 7.14 亿元, 同比下降 17.64%, 占总收入 19.38%, 毛利率同比下降 3.08pct 至 64.92%; 其他饰品收入 0.34 亿元, 同比下降 49.49%, 占总收入 0.93%; 其他业务收入 0.31 亿元, 同比增长 11.85%, 占总收入 0.85%。

(3)分地区: 海外地区收入实现高增长, 同比增长 232.63%, 港澳台地区同比小幅增长 0.99%, 其余各地区收入下降, 华东/华北/华南/西南/华中/西北/东北地区同比分别下降 19.77%/21.09%/19.57%/20.32%/24.39%/17.94%/20.61%。主要区域中, 华东/华北地区毛利率 69.20%/69.26%, 其余地区毛利率均超过 70%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4623	3682	4499	5295	6106
(+/-)YoY(%)	87.6%	-20.4%	22.2%	17.7%	15.3%
净利润 (百万元)	1302	729	887	1104	1310
(+/-)YoY(%)	131.1%	-44.0%	21.6%	24.5%	18.7%
全面摊薄 EPS(元)	3.25	1.82	2.22	2.76	3.28
毛利率(%)	70.1%	69.8%	69.9%	70.0%	70.0%
净资产收益率(%)	19.0%	10.7%	12.9%	15.9%	18.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022A2), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2、2022 全年新开门店 254 家，净开门店 227 家，总门店 688 家。公司全年净开门店 227 家，其中直营店净开店 211 家，联营店净开店 16 家。截至 2022 年底门店总数 688 家，同比增长 49.24%，其中直营店 631 家，联营店 57 家。

进一步拆分公司各类型门店的效益：

(1) **直营店：**单店收入 574.25 万元，同比减少 43.57%；单店毛利 407.17 万元，同比减少 43.90%；单店坪效 6.33 万元，同比减少 45.27%。

(2) **联营店：**单店收入 561.66 万元，同比减少 42.38%；单店毛利 383.84 万元，同比减少 43.49%；单店坪效 8.20 万元，同比减少 42.63%。

3、2022 年销售费用率同比增加 12.3pct，管理费用率同比上升 0.7pct。其中销售费用 14.22 亿元，同比增长 16.76%，主因报告期门店数量和销售人员增加，工资薪金、市场推广费、门店租赁相关支出等同比增加，费用率同比增加 12.3pct 至 38.6%；管理费用 1.64 亿元，同比下降 4.99%，费用率同比上升 0.7pct 至 4.46%。财务费用 0.22 亿元，同比下降 16.89%，主因报告期利息收入同比增加。

2023 年一季度毛利率 69.9%，同比降低 1.3pct；销售费用率 48.8%，同比提高 21.2pct，管理费用率 6.3%，同比提高 3.1pct；最终期间费用率 56.6%，同比提高 25.7pct。

4、2022 年营业利润 8.85 亿元同比下降 45.79%，归母净利润 7.29 亿元同比下降 43.98%。其中，公允价值变动净收益 3929 万元，投资净收益 8900 万元，其他收益 3978 万元，营业外收入 124 万元，有效所得税率同比下降 2.6pct 至 17.64%，最终归母净利同比下降 43.98%至 7.29 亿元，扣非后同比下降 50.88%。

5、经营回顾：深耕品牌理念与传播能力，打造差异化形象。

(1) **深耕品牌理念，传播真爱文化。**联合复旦中文系教授梁永安开设 6 期线上《新青年的爱情必修课》，相关话题在全网播放量高超 1500 万；在“520”节日全网推出《爱要双向奔赴》情感大片，相关微博话题阅读量突破 5 亿，品牌影响力和用户口碑双升；公司与央视网共产品牌温度大片《爱很简单》，相关话题总曝光超 4 亿，以央视形象赋能品牌。

(2) **优化品牌传播能力，内容创新赋能品牌影响力。**DR 品牌拥有庞大且活跃的粉丝群体，公司进行短视频形式创新，持续吸引更多的品牌潜在用户，持续深挖品牌内核。截至 2022 年年底，DR 在微博、微信、抖音、快手等知名互联网平台共拥有了超过 3,000 万粉丝，其中主要视频矩阵号全年新增粉丝达 260 万，同比上涨 160%，曝光量超 10 亿次。

(3) **打造差异化产品形象，强化品牌印记。**全新升级品牌 LOGO，建立完善的品牌管理标准，推出定制真爱编码的业务，提升用户感知；紧跟新兴消费趋势，打造满足用户需求的差异化产品，致力于强化品牌标识产品和畅销产品的迭代更新及设计延展，受到权威国际设计机构认可，系列产品分别获得 2022 年 IDA 国际铜奖和荣誉奖、MUSE 设计金奖、ELTE 铂金奖和金奖、全球吉庆生肖设计大赛（癸卯兔年）一等奖。

(4) **拓展线下销售渠道，坚持自营模式。**公司持续深化渠道布局，完善渠道网络，提升渠道层次，2022 年末公司终端门店数量 688 家，净增加门店 227 家，终端门店数量较期初增长 49.24%；提出“Dream Wedding”的用户场景，通过 DR 产品套组为用户提供专属的情感表达，截至 2022 年末，购买婚产品套组用户数占比超过 30%，用户价值得到有效提升；线下，公司始终坚持自营模式，以确保为消费者提供始终如一的高品质服务，并打磨出高效的门店管理能力，单店利润率、存货周转率等均属行业前列。

维持对公司的判断。公司差异化定位婚恋钻饰市场，坚持“男士一生仅能定制一枚”DR 求婚钻戒的价值主张，持续向消费者传达 DR 品牌“一生·唯一·真爱”的爱情观，是具有独特品牌形象的优质珠宝首饰标的，业绩增速高于同业，彰显强大成长性。

更新盈利预测。我们预计 2023-2025 年收入各 44.99 亿元、52.95 亿元、61.06 亿元，同比增长 22.2%、17.7%、15.3%；归母净利润各 8.87 亿元、11.04 亿元、13.10 亿元，同比增长 21.6%、24.5%、18.7%。采用 PE 估值方法，考虑到公司差异化的品牌价值，给以公司 2023 年 20-22xPE，给以合理市值区间 177-195 亿元，合理价值区间 44.35-48.79 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：主要原材料价格波动，市场竞争加剧，品牌影响力下降。

表 1 公司分行业、分产品、分地区收入和毛利率分析

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	收入增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct)
分销售模式					
线上自营	395	128	-34.07	67.44	0.77
线下直营	2980	867	-18.87	70.90	-0.42
分产品					
求婚钻戒	2902	819	-20.71	71.79	0.45
结婚对戒	714	250	-17.64	64.92	-3.08
分地区					
华东	1330	410	-19.77	69.20	-1.14
华北	495	152	-21.09	69.26	-0.80
华南	569	164	-19.57	71.20	2.16
西南	404	120	-20.32	70.32	0.10
华中	386	114	-24.39	70.33	-0.59

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

表 2 公司加盟店、自营店门店变动情况

项目	2022 年度				2021 年度			
	增加 (家)	减少 (家)	净增减 (家)	期末数量(家)	增加 (家)	减少 (家)	净增减 (家)	期末数量(家)
直营店	241	30	211	631	116	20	96	420
联营店	20	4	16	57	14	2	12	41
门店合计	261	34	227	688	130	22	108	461

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

表 3 公司单季度合并损益表分析 (4Q2021-1Q2023)

	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2021	2022
营业总收入 (万元)	121151	122120	86413	95770	63854	70501	462273	368157
同比增长 (%)		12.61	-30.08	-12.20	-47.29	-42.27	87.57	-20.36
营业总成本 (万元)	85151	80086	68313	80291	67910	65329	308175	296598
营业成本 (万元)	34888	35271	25978	27794	22183	21245	138055	111227
毛利率 (%)	71.20	71.12	69.94	70.98	65.26	69.87	70.14	69.79
营业税金及附加 (万元)	6636	6952	4628	5176	3380	3647	25519	20136
营业税金及附加/营业收入 (%)	5.48	5.69	5.36	5.40	5.29	5.17	5.52	5.47
销售费用 (万元)	37460	33739	32958	41092	34414	34393	121791	142204
销售费用/营业收入 (%)	30.92	27.63	38.14	42.91	53.90	48.78	26.35	38.63
管理费用 (万元)	4360	3928	3631	4622	4241	4423	17283	16421
管理费用/营业收入 (%)	3.60	3.22	4.20	4.83	6.64	6.27	3.74	4.46
财务费用 (万元)	438.3	-284.8	574.9	929.8	933.8	559.6	2591	2,154
财务费用/营业收入 (%)	0.36	-0.23	0.67	0.97	1.46	0.79	0.56	0.58
营业利润 (万元)	38985	46855	25751	22694	-6809	12069	163251	88491
同比增长 (%)		13.35	-49.02	-30.00	-117.47	-74.24	135.78	-45.79
营业外收入 (万元)	45	20	62	17	24	12	116	124
营业外支出 (万元)	147	35	2	5	35	16	206	77

利润总额 (万元)	38883	46840	25811	22706	-6820	12065	163161	88538
同比增长 (%)		13.34	-48.90	-30.01	-117.54	-74.24	135.89	-45.74
所得税费用 (万元)	7750	9256	5543	3307	-2492	1972	32985	15614
有效所得税率 (%)	19.93	19.76	21.47	14.56	36.54	16.34	20.22	17.64
净利润 (万元)	31133	37584	20268	19399	-4328	10093	130176	72924
同比增长 (%)		16.78	-50.19	-25.86	-113.90	-73.15	131.12	-43.98
净利润率 (%)	25.70	30.78	23.46	20.26	-6.78	14.32	28.16	19.81
少数股东损益 (万元)	0	0	0	0	0	0	-1	0
归母净利润 (万元)	31133	37584	20268	19399	-4328	10093	130177	72924
同比增长 (%)		16.77	-50.19	-25.86	-113.90	-73.15	131.09	-43.98

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 公司分部盈利预测 (2021-2025E)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
线下渠道					
收入 (百万元)	3996	3256	4069	4841	5627
同比增速 (%)	79.6	-18.5	25.0	19.0	16.2
毛利率 (%)	71.2	70.7	70.7	70.7	70.7
线上渠道					
收入 (百万元)	599	395	395	414	435
同比增速 (%)	168.4	-34.1	0.0	5.0	5.0
毛利率 (%)	66.7	67.4	67.4	67.4	67.4
合计					
营业收入 (百万元)	4623	3682	4499	5295	6106
同比增速 (%)	87.6	-20.4	22.2	17.7	15.3
毛利率 (%)	70.1	69.8	69.9	70.0	70.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 可比公司估值 (倍, 20230505)

简称	周大福	周大生	曼卡龙	平均
PE (倍, 2023)	18.69	14.39	33.74	22.27
PS (倍, 2023)	1.30	1.38	1.50	1.40
PEG (倍, 2023)	0.72	0.58	0.56	0.62

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3682	4499	5295	6106
每股收益	1.82	2.22	2.76	3.28	营业成本	1112	1354	1591	1832
每股净资产	17.01	17.22	17.36	17.39	毛利率%	69.8%	69.9%	70.0%	70.0%
每股经营现金流	2.04	2.44	2.78	3.29	营业税金及附加	201	247	291	336
每股股利	0.00	2.00	2.62	3.25	营业税金率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1422	1637	1866	2120
P/E	24.29	19.97	16.04	13.52	营业费用率%	38.6%	36.4%	35.2%	34.7%
P/B	2.60	2.57	2.55	2.55	管理费用	164	184	205	226
P/S	4.81	3.94	3.35	2.90	管理费用率%	4.5%	4.1%	3.9%	3.7%
EV/EBITDA	56.63	16.16	12.89	10.84	EBIT	0	1116	1389	1646
股息率%	0.0%	4.5%	5.9%	7.3%	财务费用	22	8	9	9
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%
毛利率	69.8%	69.9%	70.0%	70.0%	资产减值损失	-28	0	0	0
净利率	19.8%	19.7%	20.9%	21.5%	投资收益	89	27	32	37
净资产收益率	10.7%	12.9%	15.9%	18.8%	营业利润	885	1109	1381	1638
资产回报率	8.3%	10.3%	12.5%	14.5%	营业外收支	0	-1	-1	-1
投资回报率	0.0%	11.9%	14.7%	17.4%	利润总额	885	1109	1380	1638
盈利增长 (%)					EBITDA	454	1117	1394	1654
营业收入增长率	-20.4%	22.2%	17.7%	15.3%	所得税	156	222	276	328
EBIT 增长率	-100.0%	—	24.4%	18.5%	有效所得税率%	17.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-44.0%	21.6%	24.5%	18.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	729	887	1104	1310
资产负债率	22.8%	20.0%	21.6%	23.2%					
流动比率	4.18	4.87	4.46	4.10	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.68	4.33	3.90	3.54	货币资金	522	282	367	410
现金比率	0.31	0.20	0.23	0.23	应收账款及应收票据	84	192	226	261
经营效率指标					存货	670	593	697	803
应收账款周转天数	8.38	15.60	15.60	15.60	其它流动资产	5873	5875	5890	5905
存货周转天数	219.83	159.94	159.94	159.94	流动资产合计	7149	6943	7180	7379
总资产周转率	0.42	0.52	0.60	0.67	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	261.68	200.51	214.70	233.42	固定资产	14	22	25	26
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	4	4	4	4
					非流动资产合计	1667	1675	1677	1679
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	8816	8618	8858	9057
净利润	729	887	1104	1310	短期借款	434	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	553	590	693	799
非现金支出	483	1	5	7	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-105	-26	-31	-36	其它流动负债	723	835	918	1002
营运资金变动	-289	116	33	34	流动负债合计	1710	1426	1611	1801
经营活动现金流	818	977	1111	1315	长期借款	0	0	0	0
资产	-155	-10	-8	-9	其它长期负债	302	302	302	302
投资	-4241	0	0	0	非流动负债合计	302	302	302	302
其他	83	27	32	37	负债总计	2013	1728	1914	2103
投资活动现金流	-4313	17	24	27	实收资本	400	400	400	400
债权募资	431	-434	0	0	归属于母公司所有者权益	6803	6890	6944	6954
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-1161	-800	-1050	-1300	负债和所有者权益合计	8816	8618	8858	9057
融资活动现金流	-730	-1234	-1050	-1300					
现金净流量	-4220	-240	85	42					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 特海国际, 名创优品, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 中教控股, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 步步高, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。