

迪阿股份 (301177.SZ)

多因素致业绩表现承压，静待后续镶嵌品类复苏及门店提效

增持

核心观点

公司整体业绩承压，一季度归母净利润下滑。公司2022年实现营收36.82亿元，同比-20.36%，归母净利润7.29亿元，同比-43.98%，扣非净利润6.13亿元，同比-50.88%，其中非经收益主要系公允价值变动及理财投资收益1.29亿元。2023年一季度看，整体钻石镶嵌作为较可选的消费品类行业复苏动力不足，且公司人力费用及门店费用等刚性支出仍处于较高水平，业绩表现承压，收入同比-42.27%，归母净利润同比-73.15%，扣非净利润同比-85.26%。

深化线下渠道布局，持续提升产品设计力。分产品看，公司2022年各品类均有所下滑，其中求婚钻戒/结婚对戒/其他饰品收入分别同比-20.71%/-17.64%/-49.49%。分销售模式看，公司以线下直营销售为主，2022年收入同比-18.87%，2023年一季度收入同比-41.16%。渠道拓展方面，截至2023年一季度，公司门店数量为686家，其中新开店8家，填补空缺城市1家，约65.5%的门店分布在一二线城市。产品方面，公司将继续努力打造品牌标识性产品，研发优化专利型产品。

毛利率略有下降，门店扩张带来销售费用大幅增长。公司2022年/2023年一季度毛利率分别为69.79%/69.87%，分别同比-0.35pct/-1.25pct。费用率方面，公司2022年/2023年一季度销售费用率分别同比+12.28pct/+21.16pct，在收入承压的同时，销售费用随着门店开拓而增长，故相关费用率增幅较大。2022年/2023年一季度管理费用率分别同比+0.72pct/+3.06pct，收入承压下同样有所增加。现金流方面，2022年/2023年一季度经营性现金流净额分别同比-47.03%/-78.34%，主要系当期销售收款同比减少所致。

风险提示：镶嵌终端复苏不及预期；门店拓展不及预期；同店恢复不及预期

投资建议：短期来看，疫后消费复苏中，高单价可选品类的复苏仍需居民实际消费能力恢复的支撑，与此同时黄金品类凭借保值属性及时尚感提升而受到消费者青睐，分流了部分钻石镶嵌产品的消费，公司在此行业背景及新开店仍处调整期而表现承压。不过全年来看，消费复苏的中长期趋势不改，消费力回升后居民对于设计感强、情感属性显著的钻石消费需求亦有望回升。同时，公司自身以独特DTC业务模式，持续获取并积累潜在用户规模，在核心用户人群中建立了高辨识度的品牌认知，且有望积极开拓配饰等新品类提高品牌复购率。出于对钻石消费复苏的谨慎考虑，公司2022年新开店较多带来2023年费用刚性，我们下调公司2023-2024年归母净利润预测至9.64/11.93亿元（前值分别为15.78/20.7亿元），新增2025年归母净利润预测为14.27亿元，对应PE分别为17.5/14.2/11.8倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,622.73	3,681.57	4,722.89	5,673.67	6,643.03
(+/-%)	87.57%	-20.36%	28.28%	20.13%	17.09%
净利润(百万元)	1301.77	729.24	963.76	1192.72	1427.35
(+/-%)	131.09%	-43.98%	32.16%	23.76%	19.67%
每股收益(元)	3.25	2.03	2.41	2.98	3.57
EBIT Margin	34.53%	21.23%	23.30%	23.52%	23.74%
净资产收益率 (ROE)	18.96%	10.72%	12.72%	13.99%	14.76%
市盈率 (PE)	12.97	20.84	17.52	14.16	11.83
EV/EBITDA	11.43	21.82	16.58	13.72	11.73
市净率 (PB)	2.46	2.23	2.23	1.98	1.75

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

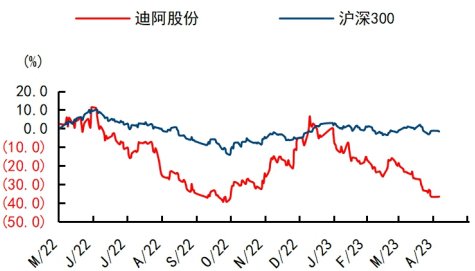
商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪 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	合理估值	增持(维持)
收盘价	42.29元	
总市值/流通市值	16916/1692百万元	
52周最高价/最低价	76.99/39.97元	
近3个月日均成交额	80.74百万元	

市场走势

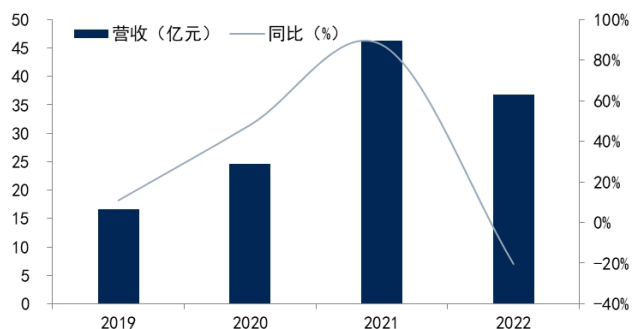


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

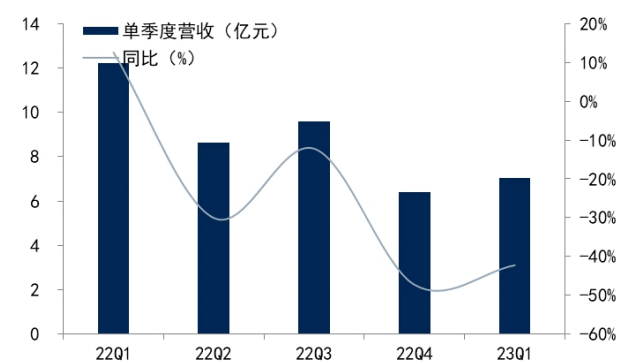
相关研究报告

- 《迪阿股份(301177.SZ)-独特模式塑造钻石饰新贵，夯实内功紧抓复苏机遇》——2022-12-22
- 《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

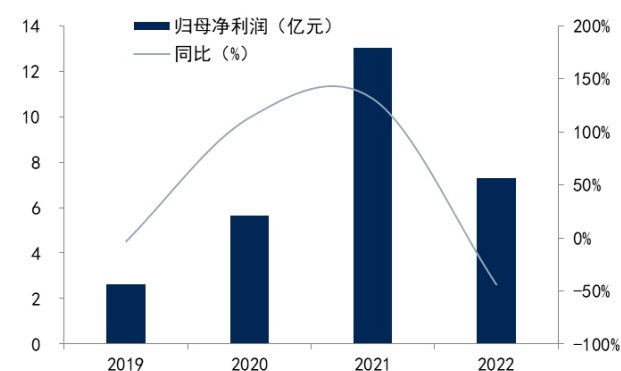
公司 2022 年实现营收 36.82 亿元，同比-20.36%，归母净利润 7.29 亿元，同比-43.98%，扣非净利润 6.13 亿元，同比-50.88%，其中非经收益主要系公允价值变动及理财投资收益 1.29 亿元。2023 年一季度看，整体钻石镶嵌品类复苏不足，且公司人力费用及门店费用等刚性支出仍处于较高水平，业绩表现承压，收入同比-42.27%，归母净利润同比-73.15%，扣非净利润同比-85.26%。

图1：迪阿股份营业收入及增速（单位：亿元、%）


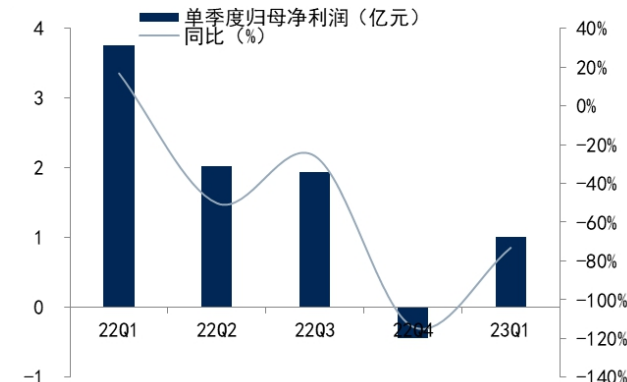
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：迪阿股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、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（单位：亿元、%）


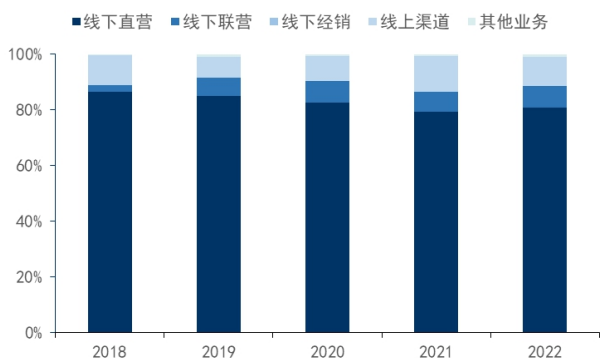
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：迪阿股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

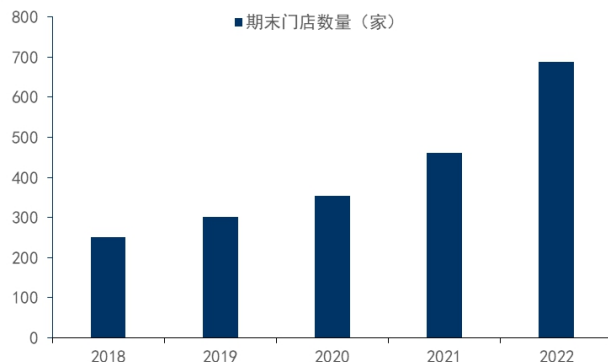
分产品看，公司 2022 年各品类均有所下滑，其中求婚钻戒/结婚对戒/其他饰品收入分别同比-20.71%/-17.64%/-49.49%。分销售模式看，公司以线下直营销销售为主，2022 年收入同比-18.87%，2023 年一季度收入同比-41.16%。渠道拓展方面，截至 2023 年一季度，公司门店数量为 686 家，其中新开店 8 家，填补空缺城市 1 家，约 65.5%的门店分布在一二线城市。产品方面，努力打造品牌标识性产品，研发优化专利型产品。

图5: 迪阿股份分销售模式收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

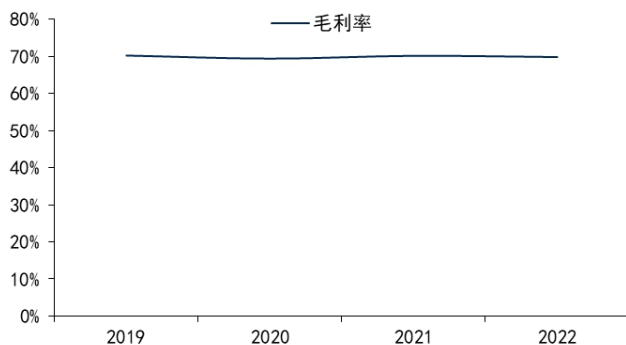
图6: 迪阿股份门店数量变化 (家)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

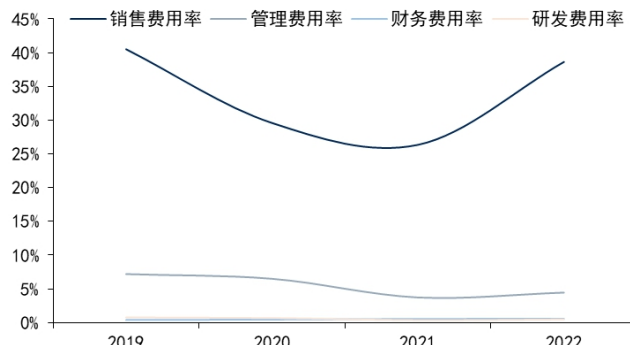
财务数据方面, 公司 2022 年/2023 年一季度毛利率分别为 69.79%/69.87%, 分别同比-0.35pct/-1.25pct。费用率方面, 公司 2022 年/2023 年一季度销售费用率分别同比+12.28pct/+21.16pct, 在收入承压的同时, 销售费用随着门店开拓而增长, 故销售费用率增幅较大。2022 年/2023 年一季度管理费用率分别同比+0.72pct/+3.06pct, 收入承压下同样有所增加。

图7: 迪阿股份毛利率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 迪阿股份费用率变化 (%)

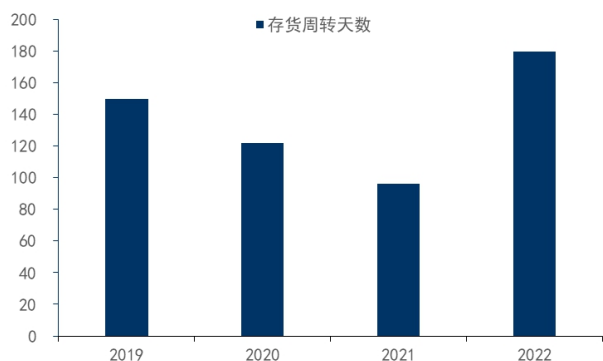


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

存货周转方面, 公司 2022 年存货周转天数上升 84 天至 180 天, 其报告期末存货余额较期初增长 51.45%, 主要是公司门店规模不断扩大、门店陈列商品和新品上架业务需求增长所致。

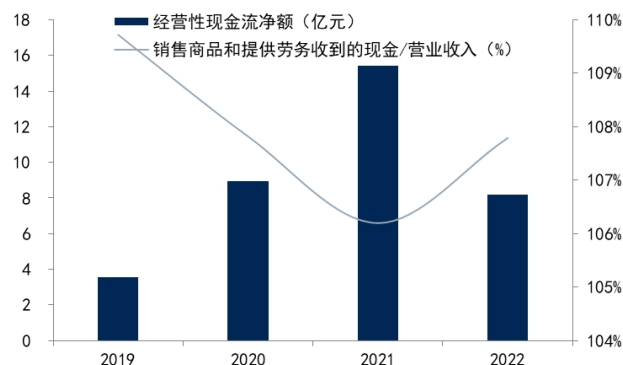
现金流方面, 2022 年/2023 年一季度经营性现金流净额分别为 8.18/0.93 亿元, 分别同比-47.03%/-78.34%, 主要系当期销售收款同比减少所致。

图9: 迪阿股份存货周转天数 (天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 迪阿股份经营性现金流情况 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 短期来看, 疫后消费复苏中, 高单价可选品类的复苏仍需居民实际消费能力恢复的支撑, 与此同时黄金品类凭借保值属性及时尚感提升而受到消费者青睐, 分流了部分钻石镶嵌产品的消费, 公司在此行业背景及新开店仍处调整期而表现承压。不过全年来看, 消费复苏的中长期趋势不改, 消费力回升后居民对于设计感强、情感属性显著的钻石消费需求亦有望回升。同时, 公司自身以独特 DTC 业务模式, 持续获取并积累潜在用户规模, 在核心用户人群中建立了高辨识度的品牌认知, 且有望积极开拓配饰等新品类提高品牌复购率。出于对钻石消费复苏的谨慎考虑、公司 2022 年新开店较多带来 2023 年费用刚性, 我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 9.64/11.93 亿元(前值分别为 15.78/20.7 亿元), 新增 2025 年归母净利润预测为 14.27 亿元, 对应 PE 分别为 17.5/14.2/11.8 倍, 维持“增持”评级。

表1: 迪阿股份盈利预测的主要调整项及原因

	2023		2024		调整原因
	原值	现值	原值	现值	
收入增速	34.50%	28.28%	27.17%	20.13%	1、考虑 2022 年新开店较多且仍在爬坡期, 我们下调开店预测, 23/24 年新开店 100 家/80 家(原值为 180 家/140 家); 2、高单价可选品类的复苏仍需居民实际消费能力恢复的支撑, 下调单店收入恢复程度, 23 年已有门店平均单店收入同比-9.7%, 原预测为-1.1%
销售费用率	31.03%	37.36%	30.78%	37.16%	收入增长预期降低的同时费用刚性, 尤其是 2022 年新开店较多带来的人力费用及门店费用等刚性支出仍处于较高水平
管理费用率	3.74%	4.11%	3.42%	4.08%	收入增长预期降低的同时费用刚性

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理预测

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (23-5-04)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600612	老凤祥	73.85	285.27	3.25	4.32	5.14	5.84	13.17	17.09	14.37	12.65	16.79	0.52	买入
002867	周大生	18.05	197.81	1.00	1.30	1.58	1.83	14.10	13.88	11.42	9.86	18.05	0.46	买入
002345	潮宏基	8.20	72.86	0.22	0.45	0.56	0.68	23.47	18.22	14.64	11.88	5.62	0.18	增持
301177	迪阿股份	42.21	168.84	2.03	2.41	2.98	3.57	34.55	17.52	14.16	11.83	10.72	0.54	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 潮宏基为 wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4742	522	3758	4715	5953	营业收入	4623	3682	4723	5674	6643
应收款项	185	93	116	170	177	营业成本	1381	1112	1386	1662	1940
存货净额	440	670	493	495	564	营业税金及附加	255	201	256	310	362
其他流动资产	67	148	94	113	133	销售费用	1218	1422	1764	2109	2463
流动资产合计	7451	7149	7347	8378	9711	管理费用	173	164	216	258	301
固定资产	6	14	46	79	102	财务费用	26	22	(36)	(106)	(133)
无形资产及其他	6	4	4	4	4	投资收益	42	89	50	30	40
投资性房地产	806	1648	1648	1648	1648	资产减值及公允价值变动	28	68	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(7)	(32)	0	0	0
资产总计	8269	8816	9046	10109	11465	营业利润	1633	885	1186	1470	1750
短期借款及交易性金融负债	215	786	5	5	5	营业外净收支	(1)	0	1	0	0
应付款项	455	553	468	564	663	利润总额	1632	885	1187	1470	1750
其他流动负债	499	372	691	700	810	所得税费用	330	156	223	278	323
流动负债合计	1170	1710	1165	1269	1478	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	1302	729	964	1193	1427
其他长期负债	233	302	307	312	317						
长期负债合计	233	302	307	312	317	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1403	2013	1472	1581	1795	净利润	1302	729	964	1193	1427
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	18	41	37	41
股东权益	6867	6803	7574	8528	9670	折旧摊销	4	7	7	11	16
负债和股东权益总计	8269	8816	9046	10109	11465	公允价值变动损失	(28)	(68)	0	0	0
						财务费用	26	22	(36)	(106)	(133)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(303)	(1002)	487	72	159
每股收益	3.25	2.03	2.41	2.98	3.57	其它	(2)	(18)	(41)	(37)	(41)
每股红利	0.00	2.22	0.48	0.60	0.71	经营活动现金流	975	(334)	1458	1276	1603
每股净资产	17.17	18.90	18.93	21.32	24.17	资本开支	0	(98)	(80)	(80)	(80)
ROIC	48%	19%	39%	46%	79%	其它投资现金流	(1095)	(3700)	2832	0	0
ROE	19%	11%	13%	14%	15%	投资活动现金流	(1095)	(3798)	2752	(80)	(80)
毛利率	70%	70%	71%	71%	71%	权益性融资	4461	0	0	0	0
EBIT Margin	35%	21%	23%	24%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	21%	23%	24%	24%	支付股利、利息	0	(800)	(193)	(239)	(285)
收入增长	88%	-20%	28%	20%	17%	其它融资现金流	219	1513	(781)	0	0
净利润增长率	131%	-44%	32%	24%	20%	融资活动现金流	4680	(88)	(973)	(239)	(285)
资产负债率	17%	23%	16%	16%	16%	现金净变动	4560	(4220)	3236	957	1237
息率	0.0%	5.3%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	181	4742	522	3758	4715
P/E	13.0	20.8	17.5	14.2	11.8	货币资金的期末余额	4742	522	3758	4715	5953
P/B	2.5	2.2	2.2	2.0	1.7	企业自由现金流	975	(449)	1307	1086	1381
EV/EBITDA	11.4	21.8	16.6	13.7	11.7	权益自由现金流	1194	1063	556	1171	1490

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提及的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