



## 珠宝首饰

优于大市（首次）

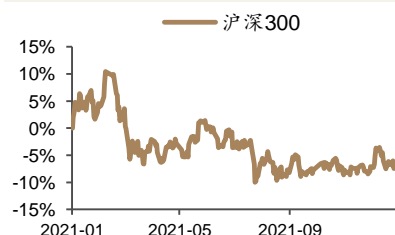
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

# 珠宝行业对比深度：纵览珠宝布局，看新锐品牌破局之道

投资要点：

- **导语：**本篇报告从珠宝行业视角，于迪阿股份上市之际，对比分析其与传统珠宝品牌商业模型的差异。首先，我们从经营模式入手，从主流品牌定位、品牌力、渠道及管理等方面对比，总结行业商业模式与迪阿的创新之处，进而映射至各企业的财务模型与估值特征。我们认为，珠宝赛道虽为传统零售赛道，但迪阿股份具备品牌差异化，当下高盈利、高周转、高成长模型优秀，预计成长弹性及估值水平均有望保持良好水平，建议重点关注。
- **品牌营销：**大众品牌定位相对重叠，迪阿差异化品牌理念构筑壁垒，流量营销优势凸显。国内头部传统的大众珠宝品牌多于 90 年代绑定婚庆市场兴起，定位多为普适性的“吉祥喜庆”寓意，受众广且可凭借渠道优势持续挤占地方小品牌份额，扩张思路更多为做多渠道。作为后来者，迪阿扩张的核心思路为坚持做品牌和宣扬品牌理念，率先差异化定位“唯一”真爱理念，以“男士一生仅能定制一枚”特殊的购买方式加以渲染，并叠加在抖音等平台上实现对年轻客群中深度绑定迪阿与真爱“唯一”定位，积极宣扬美好的婚姻观和爱情观受到广发年轻人认可。此外，在品牌营销方面，传统珠宝品牌多在代言人、门店装修陈列等方向发力优化，突出高端大气为诉求；迪阿品牌线上出身，通过微博、小红书、抖音等平台宣传品牌理念，线上平台话题量远超同业，流量营销方面优势凸显。其线下门店亦以强调氛围感和品牌理念渲染为宗旨。迪阿在营销方式上的破局成为品牌口口相传的关键。
- **产品组合：**头部品牌更重黄金，产品体系大而全。迪阿专注求婚钻戒，产品体系小而精，低客单加速渗透。对比头部品牌的产品结构，周大福、老凤祥等大众类龙头品牌黄金类产品占比基本过半，产品系列、款式、价格带呈现大而全的特征，以满足中产阶级多种场景下如婚恋、时尚、儿童等的普遍需求，其款式亦包含项链、手链以及对戒等。迪阿则专注求婚钻戒，品类和款式上相对精简，2020 年求婚钻戒和结婚对戒的收入占比达 76.3%和 22.7%。迪阿以低克拉、低单价产品为主，其价格带相较周大福、潮宏基等品牌略低，契合品牌定位，精准锁定目标群体中低收入、重视附加价值的需求特征，营运效率较高，可加速渗透核心目标群体。
- **渠道模式：**头部品牌加速拓店持续巩固渠道规模优势，迪阿专注自营，体量尚小空间可期。珠宝行业头部品牌渠道规模优势构筑核心壁垒，渠道利润可观，单店模型优秀，多年来通过加盟商杠杆实现全国化快速扩张及管理半径的加速触达，进而实现广泛客户覆盖和品牌知名度提升。而迪阿采取全自营模式，追求单个门店的客户体验感，确保在经营扩张的全程中贯彻品牌理念。同时迪阿进行全国性的门店布局，2020 年以来公司新开门店主要以加强一线城市核心商圈渗透力度以及填补二三线空白城市商圈为主。目前体量尚小，单店质量优秀，具有较大拓店空间。
- **定位与模式：**营销品牌者加价高，售卖产品者受众广，DR 二者兼顾表现优秀。国内珠宝市场奢侈类、大众类及小众差异化品牌并存。对比主流品牌定位，多为加价率与受众面间的权衡取舍。高价奢侈品及轻奢时尚饰品种类以外资品牌为主，其品牌历史成就文化壁垒和不可复制性。内资品牌如周大福、老凤祥等大众品牌，以普适性定位、较低加价率及先发渠道优势铸就龙头地位，品牌内涵多以“吉祥、富贵”等价值取向为主，受众广但需占用大量营运资金。奢侈类和小众差异化珠宝则适当牺牲受众与周转，以稀缺差异的品牌故事打造高盈利模型。迪阿定位兼具两者优势，以真爱理念差异化锁定一二线中低收入年轻群体，潜在受众广，于传统珠宝行业中构建起稀缺且优秀的高盈利、高周转模型。
- **管理架构：**迪阿团队更为年轻，营销经验更优。珠宝多为家族企业，控股股东持股比例普遍较高，高管普遍从业年限较长，对于全国各区大而全的珠宝需求理解深刻。



迪阿创始人张国涛、卢伊雯这对 80 后夫妻正是 DR 品牌理念的践行者。迪阿股份本次发行前张国涛、卢伊雯夫妻共同持股比例达 98.2%，管理层中具备营销背景的高管成员占比较高，且高管团队平均年龄仅 39 岁，年轻化的团队与其窄而精的营销理念相适应。

- **财务对比：迪阿高盈利&周转撬动高 ROE，增速强劲势头不减。**1) 成长性方面，头部品牌布局早，受益于先发优势，在国内下线城市空白的机遇下积极下沉；经过两轮加速开店后，头部品牌规模优势凸显。小众定制化珠宝迪阿等基数较低增速更强，受益于品牌势能的持续变现，未来空间仍具备想象力。2) 盈利方面，迪阿以自营的方式，主营毛利率更高的钻石，在差异化的真爱品牌文化下，加价率更高。迪阿销售费用率在可比公司中处于较高水平，2019 年为 40.5%，以工资薪金、租金及物业和市场推广费等为主要构成。虽然期间费用率相对较高，但整体盈利水平在同业中仍然出色。3) 周转率方面，迪阿轻资产运营，在主营钻戒的情况下，保持同行业较高的存货周转率。4) 从投资回报的角度看，高盈利和高周转撬动下，迪阿 ROE 指标领先可比公司，2020 年达 63%。
- **投资建议：空间、格局、消费属性三重因素压制行业估值，迪阿高增长、高加价及差异化品牌理念可支撑较高估值水平。**从基本面业绩表现来看，珠宝头部公司利润增速相对稳定，复合增速在 7% 以上，尾部公司利润不确定性较强，迪阿基数尚低，近年来扩张强劲。从估值层面来看，珠宝行业估值在消费品中相对偏低，压制估值的因素主要源于三个层面：1) 结婚对数下降，行业空间增速存疑；2) 产品、品牌缺乏差异化，以渠道规模构筑的壁垒难以角逐出绝对龙头，市场份额收割逻辑演绎较慢。3) 珠宝消费低加价低复购，难以匹配较高估值，迪阿目前渗透不高基数尚小，还未到需要面临空间瓶颈的阶段；且迪阿品牌具有差异化壁垒，加价率表现优秀，叠加中短期内的高增长溢价，可给予高于行业平均的估值水平。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；婚庆市场萎缩风险；市场竞争加剧风险等。

#### 行业相关股票

股票 代码	股票 名称	EPS			PE			投资 评级	
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	上期	本期
1929.HK	周大福	0.60	0.70	0.83	19.71	17.63	14.76	-	-
600612	老凤祥	3.03	3.56	3.91	14.95	12.90	11.77	-	-
002867	周大生	1.39	1.23	1.51	19.22	14.97	12.20	-	-
301177	迪阿股份	1.56	3.25	4.51	-	36.35	26.23	-	-

资料来源：Wind，德邦研究所

注：上述标的的盈利预测均为 Wind 最新一致预期，PE 使用 2022 年 1 月 6 日收盘价计算

## 内容目录

1. 行业经营模型对比：龙头渠道铸壁垒，新锐创新可破局 .....	6
1.1. 定位与模式：客单&盈利&周转各有所长 .....	6
1.2. 产品组合：龙头求“全”，迪阿在“精” .....	7
1.3. 营销破局：品牌立意提供差异，流量营销决胜同业 .....	10
1.4. 渠道空间：加盟规模占优，自营胜于管理 .....	11
1.5. 管理架构：迪阿锐意进取，核心团队与经营思路匹配 .....	15
2. 财务印证：龙头稳健，迪阿胜于盈利&周转 .....	18
2.1. 成长性：头部赢在规模，迪阿胜于增速 .....	18
2.2. 盈利性：高毛利高费用，同业表现出色 .....	18
2.3. 周转率：轻资产运营，周转率亮眼 .....	20
3. 估值折价探讨：空间、格局与消费模式三重压制 .....	22
4. 投资建议 .....	23
5. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 同业竞争公司 50 分拉钻石价格区间 (单位: 元)	7
图 2: 珠宝行业商业模式对比	7
图 3: 珠宝品牌间产品结构对比	8
图 4: 主要珠宝品牌产品系列及款式对比	9
图 5: 主流珠宝品牌价格带对比	9
图 6: 2021 年 H1 分单价产品结构拆分: 低价产品占比更高	10
图 7: 2021 年 H1 分克拉数产品结构拆分: 低克拉产品占比更高	10
图 8: 迪阿门面装修示例	11
图 9: 迪阿门店内部细节示例	11
图 10: 2020 年周大福不同类型门店的零售店数占比	12
图 11: 2020 年周大福不同类型门店的零售额占比	12
图 12: 可比公司 2020 年大陆门店数量对比	13
图 13: 可比公司 2020 年新开大陆门店数	13
图 14: 2020 年周大生全国门店分布示意图	14
图 15: 2021 年 H1 迪阿股份全国门店分布示意图	14
图 16: 2020 年按地域拆分的可比公司收入结构	14
图 17: 可比公司高管团队平均年龄对比	17
图 18: 2018-2021H1 可比公司营业收入规模及 2018-2020 年 CAGR (亿元, %)	18
图 19: 可比公司 2018-2021H1 年毛利率水平对比 (%)	19
图 20: 2020 年可比公司直营与加盟店的毛利水平对比	19
图 21: 2019 年可比公司销售费率对比 (%)	19
图 22: 2019 年可比公司管理费率对比 (%)	19
图 23: 2020 年迪阿股份销售费用结构	19
图 24: 可比公司总资产周转率对比 (单位: 次)	20
图 25: 可比公司存货周转率对比 (单位: 次)	20
图 26: 2018-2021 年 H1 可比公司 ROE 对比 (%)	20
图 27: 龙头企业利润增速稳健, 长尾企业利润波动大不确定性强 (亿元, %)	22
图 28: 珠宝龙头企业历史估值中枢约 20 倍	22
图 29: 中国珠宝行业市场规模及增速 (亿元)	22

表 1：头部珠宝企业品牌定位对比.....	6
表 2：钻石行业主要公司的微博话题阅读量对比.....	10
表 3：钻石行业主要公司的抖音话题阅读量对比.....	11
表 4：2020 年迪阿股份、周大生收入前十门店.....	12
表 5：珠宝行业不同类型营销模式对比 .....	12
表 6：可比公司销售模式对比.....	13
表 7：可比公司门店拓展特点.....	14
表 8：可比公司实际控制人及控股比例 .....	16
表 9：可比公司董事会成员个人经历 .....	16
表 10：可比公司董事长年龄 .....	17
表 11：2020 年可比公司 ROE 拆分 .....	21



## 1. 行业经营模型对比：龙头渠道铸壁垒，新锐创新可破局

### 1.1. 定位与模式：客单&盈利&周转各有所长

**国内珠宝市场玩家一览：奢侈品、轻奢时尚品、大众珠宝、小众差异化品牌并存。**国内珠宝市场发展成熟，竞争激烈，各类玩家布局相对充分。**1) 高价奢侈品及轻奢时尚配饰类产品：**主要为外资欧美品牌，如蒂芙尼、卡地亚、宝格丽，以及施华洛世奇、潘多拉等，品牌多有上百年的历史，具有深厚品牌文化壁垒和不可复制性，以文化输入的形式占据国内珠宝市场有利位置。**2) 大众珠宝：**多为港资和内资品牌，如周大福、老凤祥、周大生等，以及各地“周”系“福”系地方性品牌。多从 90 年代绑定国内婚庆市场兴起，在国内市场渠道遍布，受众广泛。**3) 小众差异化珠宝：**品牌成立时间相对较晚，受众相对较窄，凭借差异化定位、渠道布局等方式小有规模。

表 1：头部珠宝企业品牌定位对比

类别	品牌	创始时间	品牌定位	品牌理念	品牌介绍
外资	蒂芙尼	1837	高端奢侈品	情感象征的图腾	美国珠宝公司，主营产品包括珠宝、香水、腕表及配饰等，凭借其经典简约、永不过时的设计风格，成为享誉全球的顶级奢侈品品牌。
	卡地亚	1847	高端奢侈品	爱情的永恒	法国奢侈品品牌，主营产品包括：珠宝、钟表、皮具、香氛等，融合精湛工艺与经典设计，演绎隽永风格，成为多个国家皇室的珠宝御用品牌。
	宝格丽	1884	高端奢侈品	智慧、活力、重生	公司创立于罗马，受到欧洲贵族的青睐，起始于定制化珠宝的宝格丽，作为经典意式风格的象征品牌，现已跻身顶奢中一员。
港资	周大福	1929	大众珠宝	真诚、永恒	主营业务为黄金产品及珠宝镶嵌首饰，以产品设计、品质与价值闻名，规模和名气均在国内外名列前茅。
	周生生	1934	大众珠宝	周而复始，生生不息	主营业务为黄白金珠宝首饰之制造、零售及批发、钟表销售、企业黄金礼品及贵金属化验，创立以来坚守“保持传统”的优秀品质，亦不断进行产品创新，多年来广受喜爱。
	六福珠宝	1991	大众珠宝	六福珠宝，国际演绎	主要从事各类黄铂金首饰、黄金饰品及珠宝首饰的采购、设计、批发、商标授权及零售业务，品牌名称“六福”寓意健康、平安、和谐、富裕、美德、成就之福。
内资	老凤祥	1848	大众珠宝	传承经典，创新时尚	主营业务为生产经营金银制品、珠宝、钻石与相关产品及设备，是跨越中国三个世纪的经典珠宝品牌，打造“牌子老，款式新，工艺精，信誉好”形象。
	周大生	1999	大众珠宝	为消费者传递美丽、奉献爱心	主营业务为珠宝设计生产及品牌运营，以钻石镶嵌为核心产品，黄金为主力产品，铂金、K 金、翡翠、珍珠、彩宝为配套销售产品，独创情景珠宝风格广受年轻消费者喜爱。
	潮宏基	1996	轻奢珠宝	时尚近季，奢侈近人	以设计、加工生产、批发、零售铂金镶嵌首饰为主营业务，创建以来始终通过差异化营销打造“彩金珠宝领潮者”行业地位，注重为现代女性创造更丰富的个性化选择。
	曼卡龙	1994	轻奢珠宝	More Brilliant	主营业务为珠宝设计、制造以及批发零售的大型国际专业珠宝集团，打造年轻、时尚、活力的品牌调性，是戴比尔斯、世界黄金协会等机构在中国的重要战略合作伙伴。
	莱绅通灵 (通灵珠宝)	1999	轻奢珠宝	王室珠宝、王室品位	主营钻石饰品和黄金饰品，收购比利时皇家品牌 Leysen 后实现品牌升级，秉承着卓越设计、精湛技艺的理念，为消费者提供比利时王室的珠宝设计和制造技艺。
	爱迪尔	2001	轻奢珠宝	灵感成就非凡	主营业务为钻石等珠宝饰品的研发、生产和销售服务，品牌文化核心为“非凡”，设计定位于都市女性，以溢满灵感的设计和精湛的工艺展现女性之美。
	恒信玺利 (I Do)	2007	小众定制化珠宝	以爱为名，相守一生	主营钻石镶嵌类戒指、项链、耳饰、手链、吊坠等，品牌寓意着步入婚姻殿堂的爱侣对于爱情忠贞不渝的承诺，代表神圣的爱情宣言。
	迪阿股份	2010	小众定制化珠宝	一生·唯一·真爱	以钻戒为主营产品的珠宝公司，秉持“男士一生仅能定制一枚”的独特定制模式，以年轻、时尚、轻奢的品牌风格引领真爱潮流。

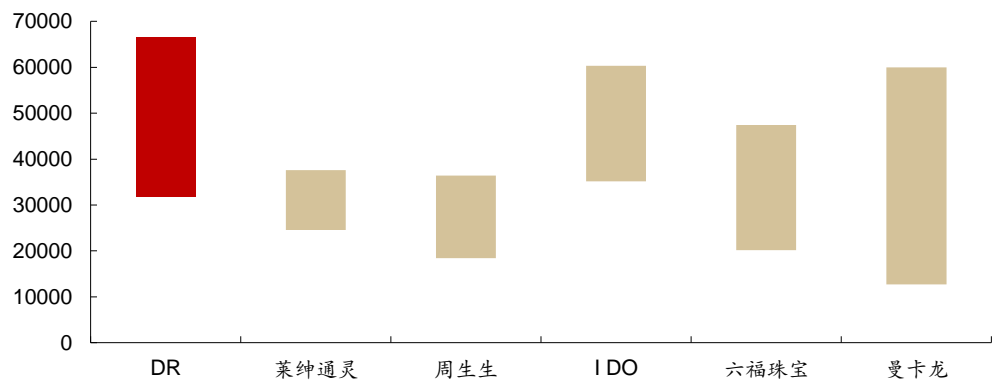
资料来源：各公司官网、德邦研究所

**定位：营销文化者加价高，售卖产品者受众广。**对比当前珠宝市场主流品牌定位，多为加价率和受众面之间的权衡取舍。卡地亚、蒂芙尼等欧美奢侈品及潘多拉等轻奢时尚品，品牌故事多为特定历史背景及传奇人物的浓缩，且产品普遍有经典设计元素，以品牌文化实现高加价率，但受众相对较窄。主流港资内资等“周”系“福”系品牌，寓意多为“吉祥、富贵”等普适性定位，锁定广大中产阶级，销售的主要是珠宝材质及婚庆刚需品，受众广但加价低。**DR 二者兼取，加价率可观，潜在受众**

广。不同于以上两种定位方式，DR 以“唯一”的真爱理念为筛选机制，签订“真爱协议”绑定受赠人信息，而购买信息一经登记便无法更改或删除，立意及销售模式类似潘多拉等轻奢品牌，可以差异化文化获取较高加价率。同时，DR 面对求婚场景下一二线低收入年轻群体，潜在受众较广，品牌知名度一旦打开，潜在受众的加速渗透有望打开品牌体量空间。

同等克拉水平下，DR 售价更高，差异化文化及服务溢价更优。对比同行业中几家品牌产品的价位，DR 定位相对高端，0.5 克拉主钻的产品根据钻石品质和设计的差异，价格区间为 3.1-6.6 万元，更大跨度的产品价格区间为消费者提供更多样化的选择。行业竞争者中，莱绅通灵 0.5 克拉主钻的产品价格区间在 2.4-3.8 万元，周生生价格区间为 1.8-3.6 万元，I Do 为 3.5-6 万元，六福珠宝产品价格约为 2-4.7 万元，曼卡龙 50 分的钻戒价格在 1.3-2.5 万元之间，曼卡龙高端款 Divine Beauty 价格为 6 万元。从价格端来看，曼卡龙、I Do 与 DR 的定位较为类似，DR 的 50 分钻石产品高价区间在同业竞争者中最高，依托丰富的产品系列，打造高端品牌调性。

图 1：同业竞争公司 50 分拉钻石价格区间（单位：元）



资料来源：各公司官网、淘宝、德邦研究所

**商业模式：盈利、周转、客单的权衡，构建不同商业模式。**奢侈类珠宝，以稀缺的品牌故事构建高盈利、窄受众、低复购模型，当下阶段以稳定增长、高盈利获利。港资、内资等一系列“周”系品牌，通过普适性的文化、广泛的渠道扩张、相对较低的加价赢得较高的品牌知名度，构建广受众、低盈利模型，核心在于渠道的扩张和占有，对应市场空间大，但同质化的竞争使得单品牌空间有限。DR 作为后来者，差异化锁定求婚钻戒市场，以特殊的购买模式和故事，构建高盈利、低客单、高周转模型，差异化壁垒高，目前处于门店的快速扩张期。

图 2：珠宝行业商业模式对比

奢侈品珠宝	轻奢时尚珠宝	港资大众珠宝	内地大众品牌	小众定制化品牌
代表品牌 蒂芙尼，宝格丽，卡地亚	施华洛世奇，潘多拉	周大福，周生生，六福珠宝	老凤祥，周大生，周六福，中国黄金	DR, I do
客单价 ★★★★★	★★	★★★★	★★★	★★
盈利/加价率 ★★★★★	★★★★	★★★★	★★★	★★★★
受众面 ★	★★	★★★★	★★★★★	★★★
目标客群 少数贵妇	一二线高收入年轻女性	中产阶级婚庆刚需，35 岁以上富有女性		一二线中低收入年轻夫妻
佩戴场合 社交、婚庆、送礼、收藏	日常配饰、送礼	婚庆、投资送礼、日常佩戴		求婚

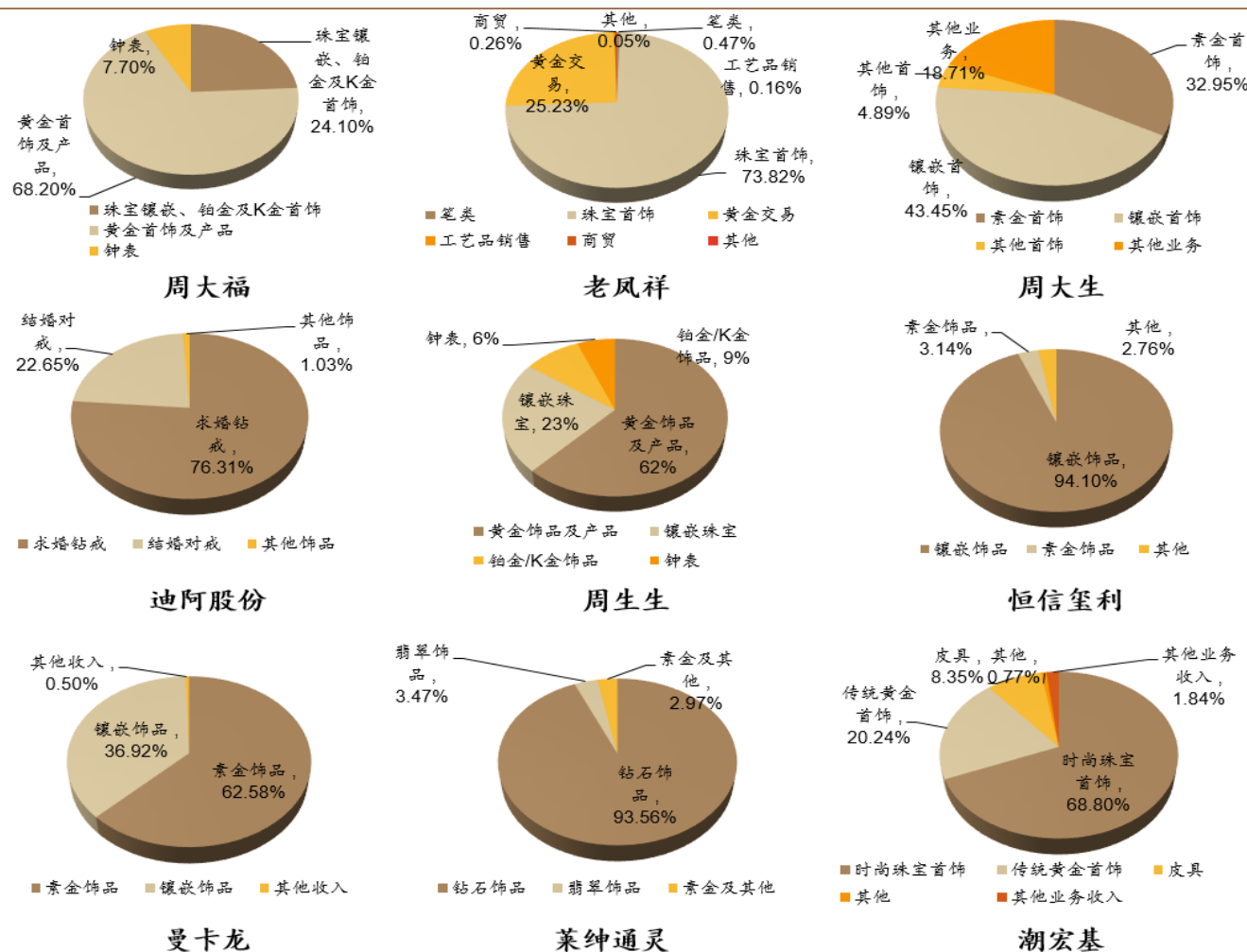
资料来源：德邦研究所整理

## 1.2. 产品组合：龙头求“全”，迪阿在“精”

**品类组合：行业更重黄金，大生等镶嵌占比突出，DR 专注求婚钻戒，品类高度集中。**不同于欧美钻石为主要品类，作为权利和财富的象征，亚洲更偏爱黄金，黄金在国内珠宝市场占据半壁江山。因此，港资/内资周大福、老凤祥等珠宝品牌

黄金类首饰占比更重，基本过半。主打镶嵌的周大生，报表端黄金占比亦达 30% 以上，终端 GMV 占比更高。目标客群以年轻群体为主的品牌，镶嵌类占比较高，如潮宏基等。迪阿专注求婚钻戒，2020 年 76.31% 的营收来自于求婚钻戒的销售，在款式和品类上高度集中，坚持自身理念在婚嫁钻石市场占据一席之地。而莱绅通灵、爱迪尔等以钻饰为主营产品的企业，其产品矩阵中也不难看到素金饰品、翡翠饰品等其他饰品的踪影。

图 3：珠宝品牌间产品结构对比



资料来源：各公司年报、德邦研究所

注：数据截止时间 2020 年 12 月 31 日，周大福、周生生、六福珠宝系港股数据截止 2021 年 3 月 31 日

大众型品牌 SKU、款式多，DR 专注求婚钻戒，款式相对精简。分析珠宝市场几家龙头企业的 SKU，大众型“周”系品牌中的周大福、老凤祥等品牌追求大而全，以细分场景、人群推出不同的系列产品，针对婚恋、时尚、儿童等不同需求的人群推出不同的产品体系。其款式多元，项链、手链、对戒等均有涉及。迪阿专注求婚场景，以钻戒对戒为主，SKU 款式相对精简，仅提供求婚钻戒与结婚钻戒两类产品，2020 年所占营收比例分别为 76.3% 和 22.7%。



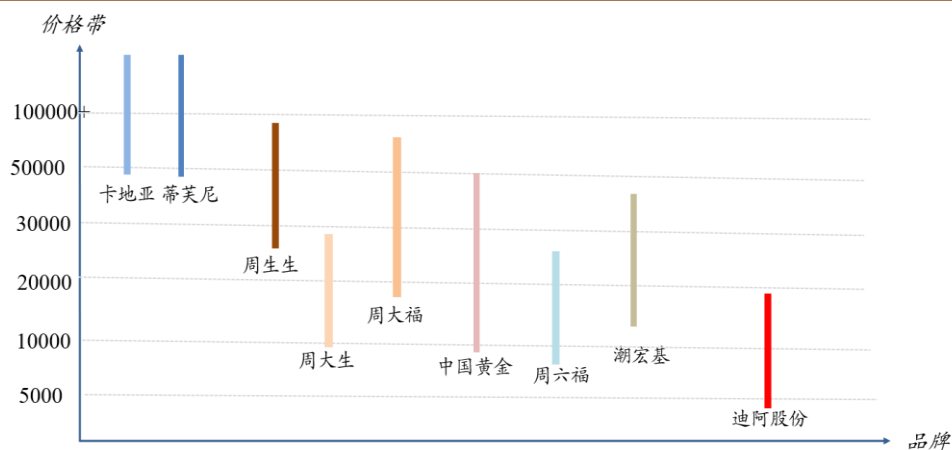
图 4：主要珠宝品牌产品系列及款式对比



资料来源：各品牌官网、德邦研究所

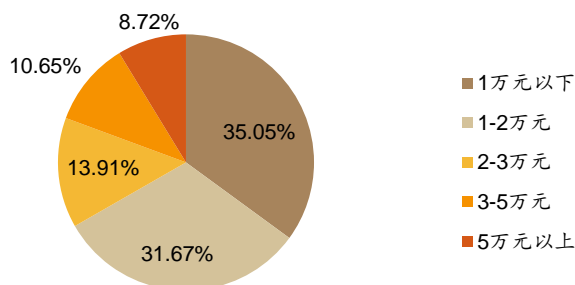
**价格带：**迪阿以低克拉/低单价产品为主，价格带相对较低。钻石镶嵌类饰品整体价格带较高。主流大众婚庆钻戒需求多为 50 分克拉左右的产品，价格带集中在 2-3 万元之间。相比之下，迪阿客单价相对较低，根据迪阿招股书数据，1 万元以下产品的收入占比为 35.05%，1-2 万元的产品收入占比为 31.67%，均价分别为 0.37 万元和 1.37 万元，5 万元以上产品的收入仅占比 8.72%。根据招股书，公司 2021 年 H1 线下渠道的平均客单价为 7900 元，销售额前五的产品平均价格也集中在 1-2 万元区间内。

图 5：主流珠宝品牌价格带对比



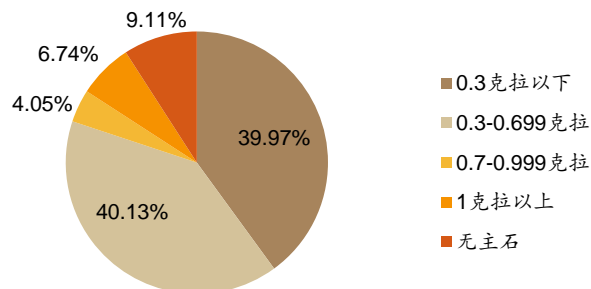
资料来源：各品牌官网、京东旗舰店、德邦研究所

图 6：2021 年 H1 分单价产品结构拆分：低价产品占比更高



资料来源：迪阿股份招股书、德邦研究所

图 7：2021 年 H1 分克拉数产品结构拆分：低克拉产品占比更高



资料来源：迪阿股份招股书、德邦研究所

### 1.3. 营销破局：品牌立意提供差异，流量营销决胜同业

**品牌寓意：**行业主流品牌多寓意“吉祥喜庆”，DR“一生真爱的诺言”差异化理念构建核心壁垒。尽管最终购买钻戒的是男性消费者，核心决策群体却是其的伴侣，实际目标客户为女性消费者。不同于“周”系、“福”系等品牌普遍吉祥喜庆的寓意，DR“一生只爱一人”的宣传语具有极强的情感冲击力和差异性，切中大部分年轻女性消费者渴望专一稳定的爱情的心理，即相比于现实的物质金钱，更看重男方对未来的承诺和诚意，DR通过独特的认证模式将这一期待落到实处。消费者对理念的认可一旦建立即会形成与品牌的强绑定，成为品牌的核心忠实顾客，不仅有利于品牌的口口相传，也形成了品牌的壁垒，难以被复制和超越。

**营销模式：**新媒体营销价值凸显，迪阿流量营销同业绝对领先。当代年轻人在购买奢侈品时更偏向在线上进行研究，而后在线下完成购买行为。珠宝行业信息流不再拘泥于门店购物时的品牌感受，而将营销重心逐步转移至线上，通过流量营销的方式传递品牌价值。迪阿通过 DTC 模式直接触达消费者，通过微博、小红书、抖音等平台的官方账号宣传品牌理念，通过内容营销与消费者产生情感共鸣，从而获得消费者认同。这种营销方式加重了迪阿理念的争议性，认同迪阿品牌理念的消费者会保持对品牌的长期忠诚，但社交平台上也会有不认同品牌理念的消费者，两方的冲突利好品牌的长期发展，能够持续为品牌提供热度，百度搜索指数也显示，相比于传统的珠宝品牌，迪阿的搜索热度在过去五年间都要更高。

表 2：钻石行业主要公司的微博话题阅读量对比

品牌	话题	阅读量	话题类别
恒信玺利 (I Do)	#敢 boom 瓷就 i do#	1.5 亿	新品推介
	#i do 晚安#	1.3 亿	情感话题
	#小鬼王琳凯 i do boom 瓷系列代言人#	1.1 亿	代言人相关、新品推介
周大生	#周大生宠爱节#	1.0 亿	品牌活动
	#angelababy 周大生珠宝#	0.3 亿	代言人相关
	#周大生陪你急看急诊科医生#	0.2 亿	影视剧植入
周六福	#周六福全新品牌代言人张靓颖#	0.3 亿	代言人相关
	#周六福珠宝全新品牌形象代言人#	0.04 亿	代言人相关
	#周六福无极金#	0.02 亿	新品推介
莱绅通灵	#魏大勋莱绅通灵珠宝#	0.8 亿	代言人相关
	#莱绅通灵携手唐嫣#	0.6 亿	代言人相关
	#leysen 莱绅通灵品牌大使#	0.2 亿	代言人相关
曼卡龙	#曼卡龙·上海时装周#	0.04 亿	品牌活动
	#曼卡龙#	0.01 亿	品牌话题
	#mclon 曼卡龙珠宝#	6.2 万	品牌话题
迪阿股份 (DR)	#我是 dr 族#	17 亿	粉丝分享
	#你戴上 dr 钻戒的样子真美#	0.8 亿	粉丝分享
	#dr 族真爱故事#	0.6 亿	情感话题

资料来源：迪阿股份招股书、德邦研究所

注：上述信息除曼卡龙外均截止至 2021 年 8 月 5 日，曼卡龙截止至 2021 年 9 月 17 日

表 3：钻石行业主要公司的抖音话题阅读量对比

品牌	话题	播放量	话题类别
恒信玺利 (I Do)	#ido 钻戒	2.4 亿	品牌相关
	#买克拉就选 IDo	2.2 亿	品牌相关
	#敢 boom 瓷就 ido	0.5 亿	新品推介
周大生	#周大生珠宝日常搞笑	3.8 亿	品牌相关
	#周大生	3.2 亿	品牌相关
	#周大生珠宝	1.6 亿	品牌相关
周六福	#周六福	3.0 亿	品牌相关
	#周六福珠宝	1.0 亿	品牌相关
	#周六福潮金实验室	0.6 亿	新品推介
莱绅通灵	#莱绅通灵	0.06 亿	品牌相关
	#莱绅通灵珠宝	0.04 亿	品牌相关
	#魏大勋签约莱绅通灵	0.03 亿	代言人相关
曼卡龙	#曼卡龙指爱针	1.3 亿	新品推介
	#曼卡龙守护星	0.9 亿	新品推介
	#曼卡龙	0.1 亿	品牌相关
迪阿股份 (DR)	#dr 钻戒	8.5 亿	品牌相关
	#dr	6.0 亿	品牌相关
	#许愿 dr 钻戒	0.8 亿	品牌活动

资料来源：迪阿股份招股书、德邦研究所

注：上述信息除曼卡龙外均截止至 2021 年 8 月 5 日，曼卡龙截止至 2021 年 9 月 17 日

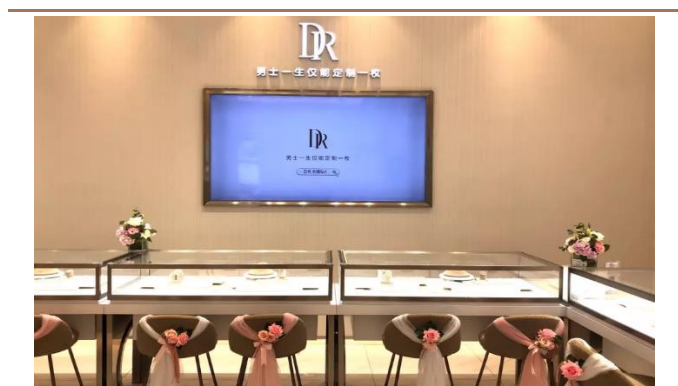
**门店营销：**相比于传统珠宝品牌重点放在产品上，迪阿侧重细节出对品牌文化理念的渲染。渠道及门店为珠宝品牌的核心营销入口，传统品牌多在代言人、门店装修陈列等方向发力优化，多以突出高端、大气为主。而迪阿门店更注重氛围感和品牌理念的渲染，凸显品牌真爱理念，“男士一生仅能定制一枚”的标语醒目，品牌大使选用恩爱明星夫妻，店内座椅以粉色纱带烘托氛围。门店内都设有专门开辟的求婚区和真爱墙，通过展示分享过往消费者的幸福时刻让顾客从进入门店的那一刻就沉浸在营造的氛围中。迪阿通过邀请明星、剧组到真爱体验店中打卡拍摄，通过明星分享和电视剧内嵌的形式向消费者推广品牌的理念。

图 8：迪阿门面装修示例



资料来源：迪阿官网、德邦研究所

图 9：迪阿门店内部细节示例

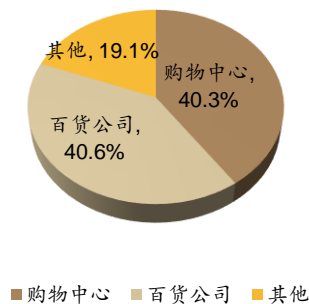


资料来源：迪阿官网、德邦研究所

#### 1.4. 渠道空间：加盟规模占优，自营胜于管理

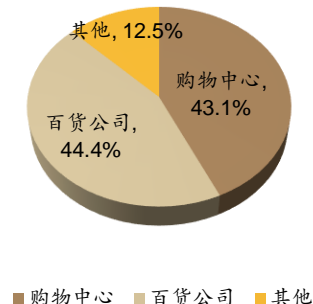
**共性：**线下仍为主流场景，核心商圈店效较高。珠宝产品作为非标准化产品，消费者购买行为具有“高参与度、高体验感”的特点，相比于网上购物，实体门店在珠宝观赏、佩戴体验以及消费愉悦度上有着明显的优势，仍将是消费者购买珠宝产品的首选。随着国民生活水平的提高以及城市化进程的推进，各城市核心商圈购物综合体、百货商场成为消费的主要场所。基于购物中心固有的人流量优势，诸多珠宝零售商选择将专柜开设在购物中心内部，降低获客成本。从可比公司披露的数据来看，收入最高的门店多开设于购物中心或商场，2020 年迪阿收入最高的单店（西安赛格购物中心店）收入占比达 2.3%，周六福在购物中心和商场开设的门店收入合计占比达 87.5%。预计未来各大购物综合体、百货商场还将不断向各城市渗透、吸引人流促进消费，因此，以街边店方式开设的门店将有所减少，百货商场、购物中心开设的直营店、专柜将会越来越多。

图 10：2020 年周大福不同类型门店的零售店数占比



资料来源：周大福 2020 年年报、德邦研究所

图 11：2020 年周大福不同类型门店的零售额占比



资料来源：周大福 2020 年年报、德邦研究所

表 4：2020 年迪阿股份、周大生收入前十门店

迪阿股份收入前十门店			周大生收入前十门店		
门店名称	营业收入（万元）	收入占比	门店名称	营业收入（万元）	收入占比
西安赛格购物中心店	5191.0	2.3%	周大生天津乐宾百货专柜	1524.5	0.3%
成都 IFS 店	3197.2	1.4%	周大生天津麦购休闲广场专卖店	1191.2	0.2%
广州天河正佳广场店	3099.9	1.4%	周大生青岛台东利群专柜	1144.0	0.2%
杭州湖滨银泰 in77C 区店	2291.5	1.0%	周大生太原铜锣湾国际购物中心专柜	1008.7	0.2%
宁波和义大道店	1997.0	0.9%	周大生济南高新万达专卖店	1001.7	0.2%
长沙五一广场国金街店	1991.7	0.9%	周大生天津乐宾百货专卖店	980.0	0.2%
佛山万科广场店	1971.2	0.9%	周大生太原公元时代城购物中心专卖店	935.0	0.2%
成都中山广场春熙店	1868.3	0.8%	周大生厦门 SM 来雅百货专柜	920.2	0.2%
贵阳汇金星力店	1846.0	0.8%	周大生太原亲贤茂业百货二店专柜	910.0	0.2%
深圳壹方城店	1780.6	0.8%	周大生济南高新银座专柜	771.0	0.2%
合计	25234.5	69.4%	合计	10386.3	2.0%

资料来源：迪阿股份招股书、周大生 2020 年年报、德邦研究所

注：上述收入占比系该门店收入占所有门店收入的比例

**渠道模式：自营保证品控及品牌形象一致，加盟借用渠道杠杆规模更优。**对比渠道销售模式，将可比公司分为两类：一类为开放加盟的公司，以周大福、周大生为例，通过加盟商杠杆，品牌方可实现在全国快速扩张，进而实现客户触达和品牌知名度传播；另一类主推自营模式扩张的公司，以迪阿股份和高端奢侈品牌 Tiffany 等为例，追求单个门店的客户体验感，确保在经营扩张的全程中贯彻品牌理念，往往会有针对性地新开店铺，实现店效最大化。由于自营门店的所有费用与开支均计入公司报表，采取自营模式经营的公司，扩张速度会受到一定限制，同时，对于新开门店的把控程度更强。而加盟模式由加盟商自负盈亏，公司可以快速铺设渠道，抢占市场份额。

表 5：珠宝行业不同类型营销模式对比

奢侈品珠宝	传统现货珠宝品牌	时尚配饰类珠宝	小众定制化珠宝
代表品牌 蒂芙尼，宝格丽，卡地亚	周大福，老凤祥，周大生	施华洛世奇，潘多拉	DR, I do
渠道特征 全球布局，直营限售，高端商场	一般购物中心及商场，经销门店更多	中高端商场，直营门店较多	中高端商场，直营门店较多
相对优势 品牌形象维持较好	渠道规模优势突出，单品牌空间体量较大	高毛利率	维护品牌形象，强化品牌壁垒
相对劣势 客群范围小，服务成本高	差异化有限，盈利及单店提升较难	需求有限，难以向低线城市下沉	重服务重资产，周期长，起量慢

资料来源：德邦研究所整理



表 6：可比公司销售模式对比

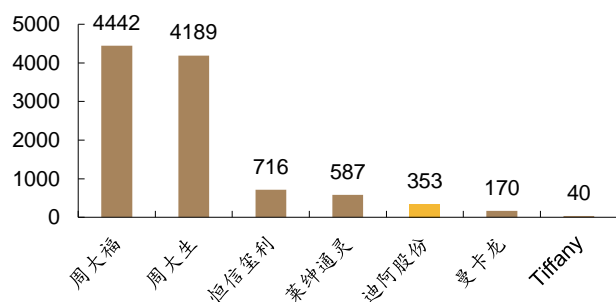
	销售模式	中国大陆门店 总数（家）	加盟店数量 （家）	自营店数量 （家）	加盟店占比	自营店占比
周大福	加盟+自营	4442	2887	1555	65%	35%
周大生	加盟+自营	4189	3940	249	94%	6%
曼卡龙	加盟+自营	170	77	93	45%	55%
莱绅通灵	加盟+自营	587	289	298	49%	51%
恒信玺利	加盟+自营	716	605	111	84%	16%
Tiffany&Co	自营	40	-	40	0%	100%
迪阿股份	全自营	353	-	353	0%	100%

资料来源：迪阿股份招股书、各公司年报、德邦研究所

注：Tiffany 大陆门店数量来源其中国官网截止 2021 年 12 月 29 日，其余数据均截至 2020 年末

**渠道扩张：头部品牌规模优势凸显，DR 未来空间可期。**门店规模方面，主流大众品牌成立早，借用经销模式已初步完成全国布局，周大福、周大生等头部品牌的门店数均达到 4000 家以上，已与后续品牌拉开较大差距，规模优势凸显。门店增量及扩张速度方面，近年来头部品牌扩张步伐不减，每年以几百家的速度持续加速对成熟市场的渗透和空白市场的布局。恒信玺利、莱绅通灵、迪阿股份等体量尚小，增长空间较广，但受限于地域性、直营模式、品牌知名度等因素，每年净增量有限。DR 品牌具有差异化优势，对标的婚庆市场为珠宝的主流场景，目前门店数尚少，经营势头不减，未来拓店空间可期。

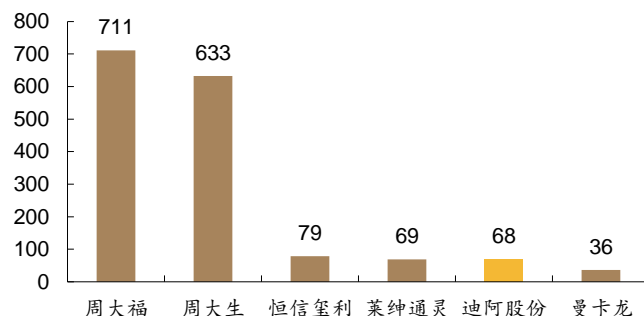
图 12：可比公司 2020 年大陆门店数量对比



资料来源：迪阿股份招股书、各公司年报、德邦研究所

注：Tiffany 大陆门店数量来源其中国官网截止 2021 年 12 月 29 日，其余数据均截至 2020 年末

图 13：可比公司 2020 年新开大陆门店数



资料来源：迪阿股份招股书、各公司年报、德邦研究所

**门店选址：一二线城市为品牌首选聚集地，多依赖购物中心而建。**目前国内珠宝零售市场的竞争格局显示，外资、内资与港资品牌分别定位于不同消费水平的消费者，从而决定了其不同的渠道铺设打法。根据渠道铺设的范围不同，将其分为以下几种类型：1) 重点市场定位于一二线城市：以 Tiffany、Cartier 为代表的高奢外资品牌销售单价较高，因此其在国内的布局以一线、新一线城市以及海口、三亚等热门旅游城市为重点。2) 重点市场定位于三线以上城市：以迪阿股份、恒信玺利、莱绅通灵、曼卡龙为代表的品牌，其中，莱绅通灵和曼卡龙的地域性更为明显，莱绅通灵的布局重点在江苏市场，2020 年该地收入占比达 65.7%，而曼卡龙则主要集中在浙江市场，由浙江市场贡献 80.1% 收入；迪阿的布局具有全国性，重点布局经济发达区域，最大的市场华东区域贡献 37.3% 收入。3) 全国化布局：以周大福、周大生为代表的港资品牌定位均为大众珠宝，范围更宽的价格带为其提供了全线布局的可能。

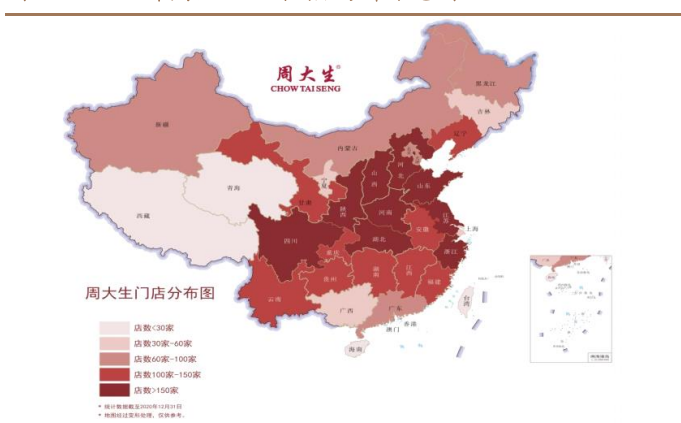


表 7：可比公司门店拓展特点

门店拓展特点	
周大福	公司早年布局重点为一、二线城市，2019 年起公司出现目标城市下沉趋势，三、四线城市的加盟零售店快速扩张，未来将加大三、四线城市布局力度。
周大生	自营店的经营区域以直辖市、部分省会城市等一、二线城市为主，其他区域（三、四线及其他城市）主要由加盟商经营。
莱绅通灵	以江苏、安徽为核心，辐射打造河南、山东、浙江标杆省份，着力打造西安、太原、天津、沈阳标杆城市。
恒信玺利	销售网络基本覆盖全国一线城市、省会、直辖市以及经济发达城市。
曼卡龙	公司在多年的发展过程中，通过在江浙主要城市的城市核心商圈开设自营店和与拥有销售优势的加盟商合作开设加盟店相结合的方式，搭建了高效率和高覆盖的营销网络。
Tiffany&Co	公司以美洲市场和亚太市场、日本市场以及欧洲等地的经济发达城市为主要市场，在国内的布局以一线、新一线城市以及海口、三亚等热门旅游城市为重点。
迪阿股份	门店分布与各区域经济实力有一定的相关性，主要布局在一线、二线和三线城市。

资料来源：迪阿股份招股书、各公司年报、德邦研究所

图 14: 2020 年周大生全国门店分布示意图



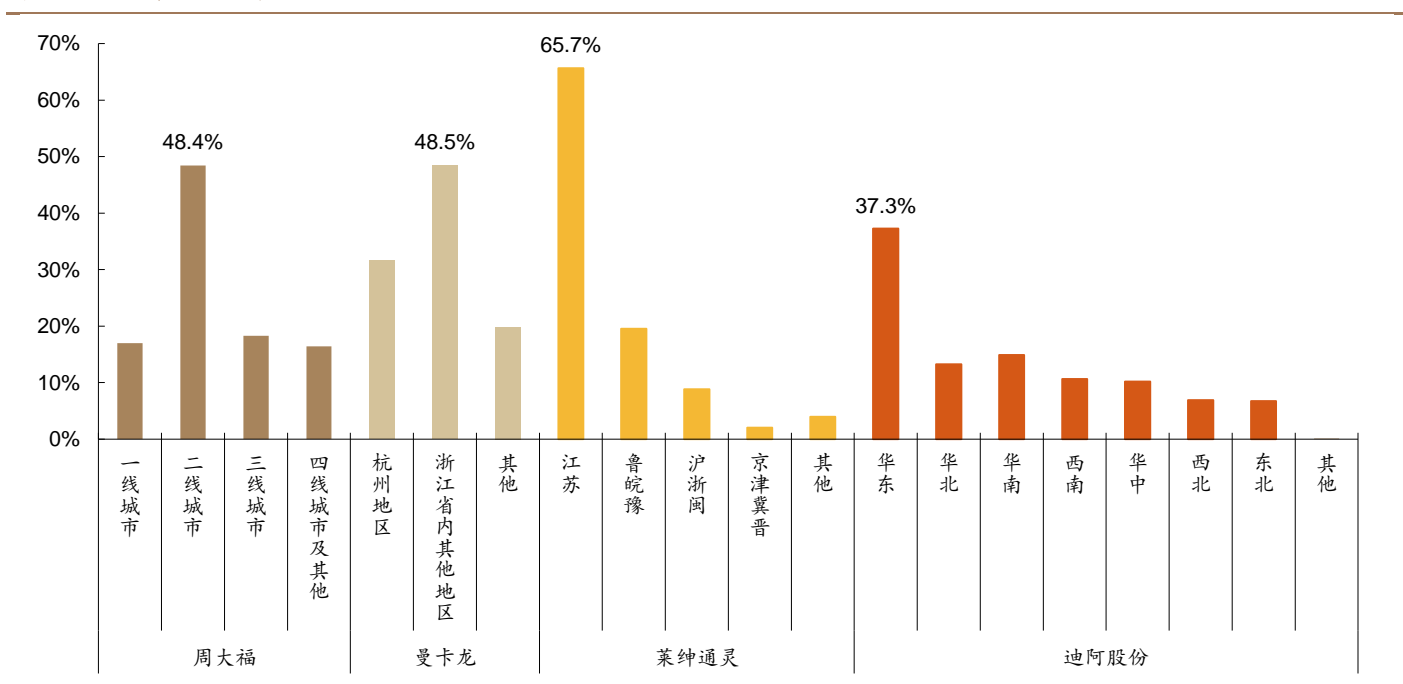
资料来源：周大生 2020 年年报、德邦研究所

图 15: 2021 年 H1 迪阿股份全国门店分布示意图



资料来源：迪阿股份招股书、德邦研究所

图 16：2020 年按地域拆分的可比公司收入结构



资料来源：迪阿股份招股书、各公司年报、德邦研究所

**DR 线下开店策略复盘，2018-2019 年快速扩张，基本实现全国布局。**1) 2010 年公司成立直至 2017 年早期阶段：公司主要精力主要放在线上消费者教育以及品牌宣传上，开店逻辑为集中布局流量密度高的城市，开店数量较少，店均收入高。DR 品牌自创立之始便在线上多平台广泛进行品牌理念传播，有效避免了传统珠宝首饰品牌的地域局限，DR 通过互联网在全国范围内收获了大量拥趸，为打造全国性品牌奠定了受众基础。2017 年公司在全国平均门店数量为 84 家，同比行业平均水平较少，但店均收入可达约 1330 万元人民币。2) 2018-2019 年公司门店阶段性大幅扩张：随着互联网+模式的成熟，零售业越来越重视线上和线下融合的业态，而珠宝行业高客单价的特点突出了消费者线下体验的重要性，品牌塑造不再能单纯依赖线上营销，也需要依托店铺形象增加品牌曝光度。为了进一步提升消费者体验、提升品牌认知度，DR 开始大量布局线下门店，加速进行同城店铺加密，以强化线下竞争力。2018-2019 年公司平均门店数量同比分别增长 111.9% 和 55.62%，公司在两年间基本完成全国门店的布局。3) 2020 年至今门店补充阶段：2018-2019 年公司基本完成门店数量和密度提升的目标，下一阶段的策略主要以填补空白城市和空白商圈为主，2020 年仅新开 68 家门店，同比增速 11.91%，增速明显放缓，新开门店中 30 家位于空白城市。公司已经基本实现全国一线、新一线城市主要商圈的门店布局，未来在高线城市继续开店边际收益逐渐下降，可以预见门店增速放缓，短期内扩张策略调整为向二线城市开店，布局下沉市场。

**单店模型对比：珠宝行业单店模型较优，DR 门店脱颖而出，高毛利率短爬坡。**从单店模型来看，珠宝行业渠道利润可观，据调研，老凤祥、周大生等头部珠宝品牌部分地区的单店收入在 800-1500 万之间，单店面积多在 100 平方米以上，单店净利率水平多在 15% 以上。对比测算下，DR 单店收入约为 1100 万，新门店的爬坡期为 6 个月，6 个月后门店盈利能力即能基本达到成熟门店水平，整体表现相对优秀。

**线上布局对比：线上消费成为新趋势，迪阿线上原生品牌具有优势。**新冠疫情后国内消费模式发生转变，更多人选择在线上购买钻石珠宝，戴比尔斯数据显示 2021 年第一季度天猫、京东等平台上的钻石珠宝销售额同比增长了 49%。消费者购买钻石珠宝前通过线上渠道了解产品的比例由 2018 年的 25% 提升至 2020 年的 35%。迪阿品牌从线上起步，涉足所有主流社交媒体，紧跟年轻消费者步伐，在众多线上社交平台积累的粉丝群体有利于品牌形象的传播以及线上社区的建立和维护。公司在微博、微信、抖音、快手等知名网络平台拥有超过 2000 万粉丝，远高于同行业竞争者在平台上的粉丝数量。其中在年轻女性用户数量较多的微博和小红书平台上，DR 官方账号分别拥有 403.9 万和 19.8 万粉丝，粉丝会自发在自媒体平台上分享品牌使用体验，提高品牌的曝光度。庞大的线上粉丝群体拉动了线下的门店扩张，新顾客通过线上平台上粉丝分享的信息了解到 DR 品牌，再由线上客服引导至线下门店进行实际体验，大大降低了新店的宣传难度，DR 得以在过去几年间快速开店进行门店全国布局。

### 1.5. 管理架构：迪阿锐意进取，核心团队与经营思路匹配

**迪阿股权结构集中，为经营理念的贯彻提供保障。**据可比公司的股权结构情况，控股股东持股比例均较高，本次发行前迪阿股份由张国涛、卢伊雯夫妻共同持股比例达 98.3%，实现绝对控股。股权结构集中的优势在于控股股东的经营理念能够得到有效传达与贯彻执行，提高决策效率，同时减少代理成本，提高大股东的经营积极性。分析各可比公司股权集中度较高的原因，部分公司属于家族控股企业，如周大福、周大生，由家族负责集团的日常运营与重大事项决策，通过家族血缘与企业生命的共同延续，实现文化传承；部分公司则属于创始人团队持股比例较高，如迪阿股份、恒信玺利，创始人绝对控股有助于企业初心的延续，从而保持品牌内涵的一贯性。迪阿股份的创始人，张国涛、卢伊雯这对 80 后夫妻正是 DR 品牌理念“一生·唯一·真爱”的践行者。2015 年 5 月 20 日，张国涛在纽约时代广场用 DR 戒指向卢伊雯求婚，两人的爱情与 DR 品牌实现绑定，也为品牌倡导的爱情观提供背书。

表 8：可比公司实际控制人及控股比例

公司	创始时间	所有制	董事长	董事长 持股比例	控股股东	控股股东 持股比例	实际控制人	实际控制人 持股比例
周大福	1929	民营	郑家纯	-	Chow Tai Fook Capital Limited	72.4%	郑家纯	-
周大生	1999	民营	周宗文	55.8%	深圳市周氏投资有限公司	55.6%	周宗文、周华珍	61.8%
曼卡龙	1994	民营	孙松鹤	45.5%	浙江万隆曼卡龙投资有限公司	48.7%	孙松鹤	45.5%
莱绅通灵	1999	民营	沈东军	32.0%	沈东军	31.9%	沈东军	31.9%
恒信玺利	2007	民营	李厚霖	58.1%	西藏恒信正隆经贸有限责任公司	46.9%	李厚霖	58.1%
迪阿股份	2010	民营	张国涛	8.0%	迪阿投资	95.0%	张国涛、卢依雯	98.2%

资料来源：迪阿股份招股书、Wind、德邦研究所

注：迪阿股份股权为上市前持股比例

**精彩营销创意源自丰富经验沉淀。**由于高级管理层人员对企业的日常经营决策负责，高管团队的价值观、行业看法、从业经验均对企业发展至关重要。可比公司中，周大福、周大生等大型家族企业的高管成员多为家族内部指定，从业经历多为集团内部管理层任职经历，对于企业管理经验较为丰富。迪阿的管理层构成呈现出的鲜明特点在于具备营销背景的高管成员占比较高，6 名高管中有 2 名高管均具有多年营销从业经验，分别为曾任资生堂、施华洛世奇销售经理的韦庆兴，与曾任加多宝品牌策划经理的胡晓明。较高的营销行业出身的高管占比，为迪阿股份精彩的营销奠定了专业基础，体现出创始人团队对于营销工作的重视程度。

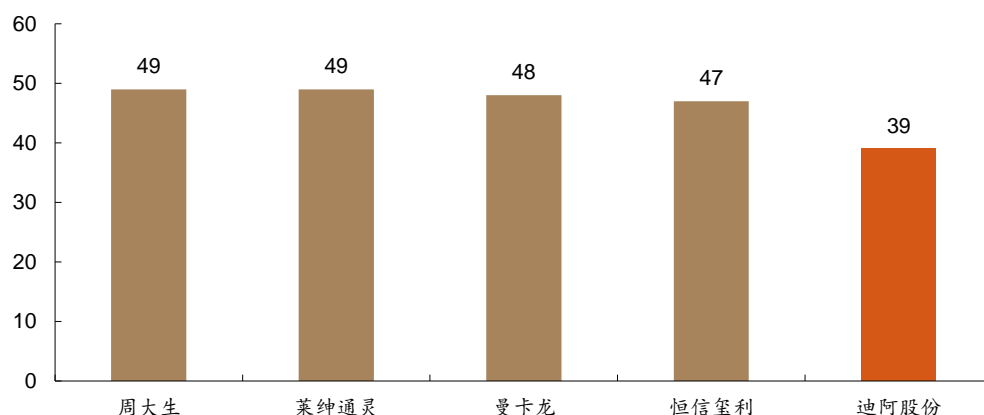
表 9：可比公司董事会成员个人经历

姓名	职位	学历	个人经历
<b>迪阿股份</b>			
张国涛	董事长	硕士	曾任戴瑞有限执行董事兼总经理、迪阿股份董事长，现任迪阿投资执行董事兼总经理。
卢伊雯	董事	硕士	曾任戴瑞有限副总裁、监事，现任迪阿股份董事、副总经理(副总裁)。
黄水荣	董事	硕士	曾任健力宝财务经理、天地壹号财务总监，现任迪阿投资董事会秘书兼财务负责人。
陈启胜	董事	本科	曾任周大福珠宝会计员、金蝶总账会计、戴瑞有限高级财务经理，现任迪阿股份裸石采购部负责人。
韦庆兴	董事	硕士	曾任资生堂销售经理、卡连弗销售总监、施华洛世奇广州分公司大区经理、悦色化妆品销售总监，现任迪阿股份董事、副总经理(副总裁)。
胡晓明	董事	本科	曾任加多宝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、深圳减字科技品牌部品牌、戴瑞有限市场中心品牌总监、战略总监，现任荷兰文化总经理、执行董事。
<b>周大生</b>			
周宗文	董事长	硕士	曾任周大生钻石董事，现任深圳市周氏投资有限公司董事长周大生珠宝股份有限公司董事长及总经理。
周飞鸣	副董事长	本科	曾任周大生钻石董事长助理，现任周大生珠宝有限公司董事、副董事长及副总经理。
卞凌	副总裁	大专	曾任深圳市周大生钻石首饰有限公司副总经理，现任周大生珠宝股份有限公司董事及副总经理。
向钢	副总裁	硕士	曾任深圳市周大生钻石首饰有限公司常务副总经理，现任深圳市宝通天下供应链有限公司董事、周大生珠宝股份有限公司董事及副总经理。
何小林	副总裁	硕士	现任周大生珠宝副总经理及董事会秘书。
周华珍	副总裁	中专	曾任周大生钻石公司副总经理，现任深圳市周氏投资有限公司董事、周大生珠宝董事及副总经理。
夏洪川	董事	本科	曾任深圳市周大生钻石首饰有限公司北京办事处业务经理、江苏办事处经理。现任周大生珠宝股份有限公司董事、营运本部总监兼职能业务中心总监。
管佩伟	董事	本科	曾担任周大福珠宝行政主任、晨鸣纸业集团人力资源总监、深圳华昌珠宝品牌运营中心总经理，2015 年 6 月加入周大生珠宝股份有限公司，曾任总裁助理、发展中心总监，现任周大生珠宝股份有限公司董事、营运本部副总经理。
<b>莱绅通灵</b>			
沈东军	董事长	博士	莱绅通灵珠宝股份有限公司第一届、第二届、第三届董事会董事长。
Jacky Jiang	总裁	博士	曾任上海钻石交易所理事、比利时钻石高阶层议会 HRD 会长、中国珠宝玉石首饰行业协会副会长、上海宝玉石首饰行业协会执行会长，现任莱绅通灵珠宝股份有限公司第一、二、三届董事会董事。
王芳	副总裁	硕士	曾任南京麦当劳人力资源部负责人，现任本公司常务副总裁、董事。
李健	副总裁	本科	曾任职于华为技术有限公司、南京埃铭奥公司总经理，现任公司副总裁、赋能中心负责人。
杨磊	副总裁	本科	历任美国 TEConnectivityBNS 大中华区人力资源总监、美国 USGBoral 中国区人力资源总监与 EXCOM 委员，现任公司副总裁、CGO(首席增长官)。
马峻	董事	大专	曾任云南瑞丽泰和珠宝公司业务员，历任董事长、执行董事、董事等，公司实际控制人之一。
蔺毅泽	董事	大专	1999 年至今在公司任职，现任公司董事职务。
陈传明	董事	博士	历任华泰证券股份有限公司、南京港股份有限公司、金陵饭店股份有限公司、昆山新莱洁净应用材料股份有限公司独立董事，现任公司第三届董事会董事。
王峥	董事	博士	曾任维真珠宝(上海)有限公司董事长、中国珠宝玉石首饰行业协会理事、上海宝玉石行业协会副会长，现任公司第三届董事会董事。
杨清	董事会秘书	本科	历任苏果超市内审督察中心综合分部副执行总监、北京途牛科技有限公司审计经理，现任公司董事会秘书兼防骗部负责人。

资料来源：迪阿股份招股书、各公司年报、德邦研究所

**年轻化品牌始于年轻化团队。**从钻饰珠宝业的发展趋势来看，消费主力人群年轻化为核心趋势，目前钻饰的主要消费者群体为千禧一代和 Z 时代人群。消费主力人群的代际变化会导致消费习惯的改变，体现在对产品内涵的独特性、产品设计的新潮性等特征的追求度更高。且年轻一代获取钻石咨询的渠道以互联网为主，各品牌可否抢占主要社交软件和短视频、电商平台的宣传渠道先发优势并打出独特卖点，是品牌知名度能否顺利打响的关键。要获得年轻消费者的喜爱，一方面需要对品牌内涵进行打磨、推出健康正确的品牌价值观，另一方面也要持续探索有趣新奇的营销方式。对可比公司的年龄结构进行分析，以营销为核心优势的迪阿股份，其高管团队平均年龄较低，年轻化团队赋予公司较高的活力，也能够更加准确地抓住市场喜好。

图 17：可比公司高管团队平均年龄对比



资料来源：迪阿股份招股书、各公司年报、德邦研究所

表 10：可比公司董事长年龄

	董事长	年龄（岁）
迪阿股份	张国涛	36
恒信玺利	李厚霖	48
莱绅通灵	沈东军	52
曼卡龙	孙松鹤	58
周大生	周宗文	64
周大福	郑家纯	74

资料来源：迪阿股份招股书、各公司年报、德邦研究所

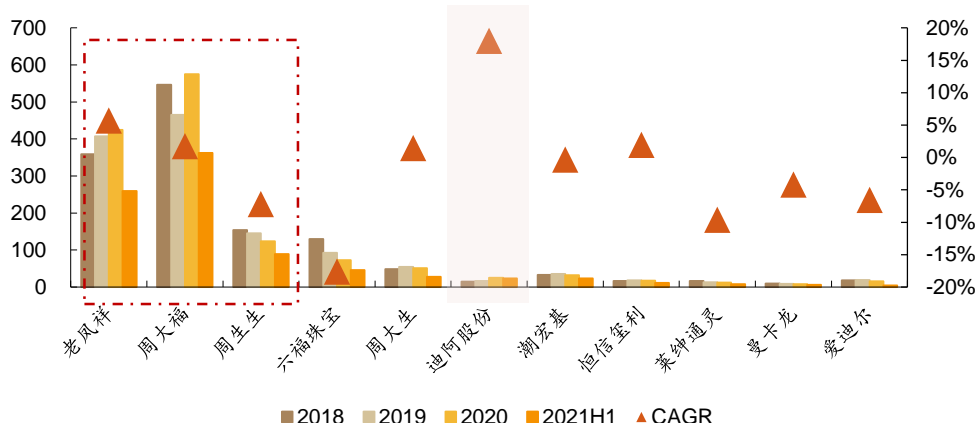


## 2. 财务印证：龙头稳健，迪阿胜于盈利&周转

### 2.1. 成长性：头部赢在规模，迪阿胜于增速

**头部品牌赢在规模和稳定性，迪阿胜于增速。**从收入和利润成长性角度来看，大众珠宝龙头周大福、老凤祥及周大生规模领先，主要受益于品牌的先发优势，2000 年-2010 年间，把握住国内下线城市空白的机遇，积极进行渠道下沉布局；2016 年-2019 年间龙头进行渠道挤压，出现加速开店。而小众定制化珠宝迪阿等基数较低增速更强，复合增速约 18% 同业领先，主要受益于营销思路的持续变现。展望未来，大体量龙头公司依靠渠道下沉填补稳定增长，产品较同质的一二线品牌成长性有待持续验证。而迪阿等新锐品牌增长势头强劲，结合公司开店规划，预计 3 年高增速成长可期。

图 18：2018-2021H1 可比公司营业收入规模及 2018-2020 年 CAGR（亿元，%）



资料来源：迪阿招股说明书、各公司年报、德邦研究所

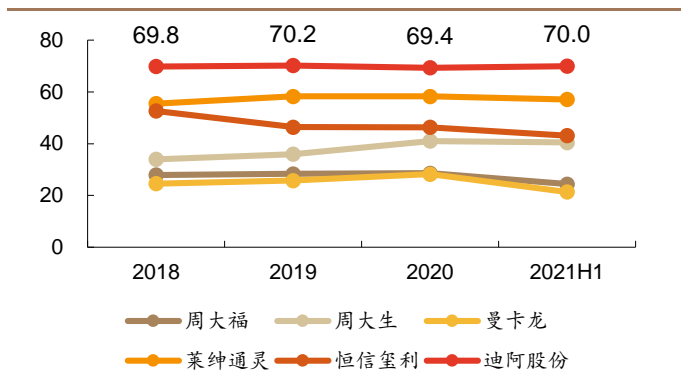
注：周大福、周生生和六福珠宝进行汇率换算，汇率 1 港币=0.82 人民币

### 2.2. 盈利性：高毛利高费用，同业表现出色

从毛利率看，主营钻石+自营+差异化爱情故事定位下，迪阿股份毛利率更优。毛利率差异主要源自产品定位、产品结构和渠道结构三个方面。定位受益者是迪阿和恒信玺利，产品结构受益者为莱绅通灵，渠道结构受益者为迪阿和莱绅通灵等。综合来看，销售模式、产品结构及联营收入确认方式导致，迪阿毛利率稳定且显著高于可比公司。DR 在 2018 年-2021 年上半年的毛利率分别为 69.82%、70.21%、69.37%和 70%，稳定高于行业平均水平 40%。此外，造成公司毛利率远高于同行业竞争者的原因主要为自营销售模式减少了中间商的让利部分，而同行业的其他品牌均使用了加盟模式，毛利率相对更低。同时 DR 自营模式下的联营门店使用总额法，将商场的分成金额计入销售费用，提高了整体毛利率水平。从产品端的角度，以素金类产品加盟模式为主的老凤祥，毛利率仅约 7-9%。素金类产品毛利率普遍低于镶嵌类产品。

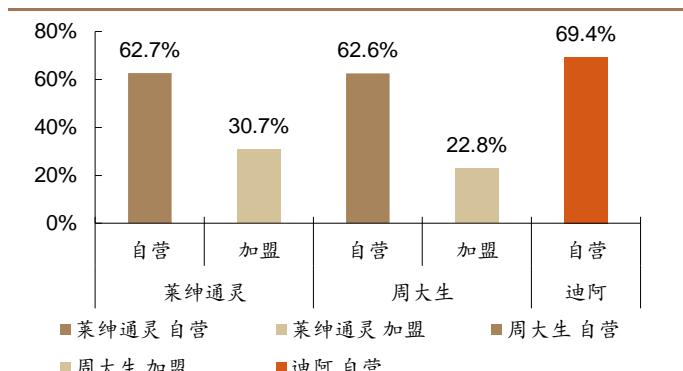


图 19：可比公司 2018-2021H1 年毛利率水平对比（%）



资料来源：迪阿股份招股说明书、各公司年报、德邦研究所

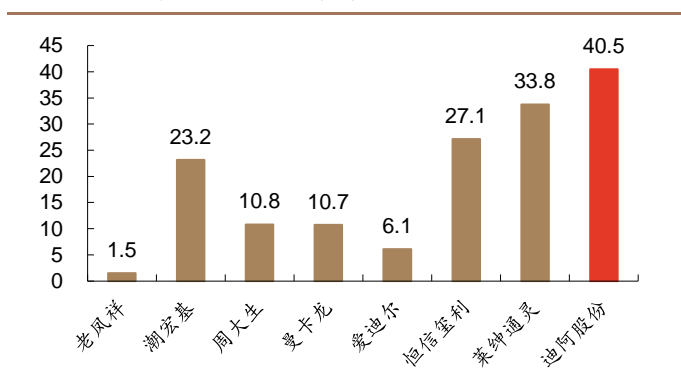
图 20：2020 年可比公司直营与加盟店的毛利水平对比



资料来源：迪阿股份招股说明书、各公司年报、德邦研究所

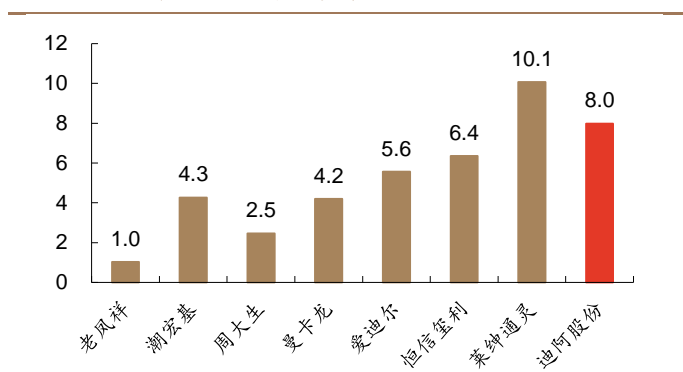
**费用投放：头部品牌规模优势+经销模式下费率较低，DR 自营+依赖品宣模式下，费用率相对较高。**以 2019 年稳态经营情况下的市场投放为例进行各公司横向分析，销售费用支出占比普遍较高，其中规模大、经销占比较高的老凤祥、周大生等销售、管理费用率较低，规模小、自营/品宣较多的品牌费用率更高，2019 年迪阿股份的销售费率为 40.5%，领先于其他可比公司，占比最高的主要为工资薪金、租金及物业和水电费、市场推广费等。同时，迪阿在品牌推广方面持续增大投入，也驱动了费用的增长。

图 21：2019 年可比公司销售费率对比（%）



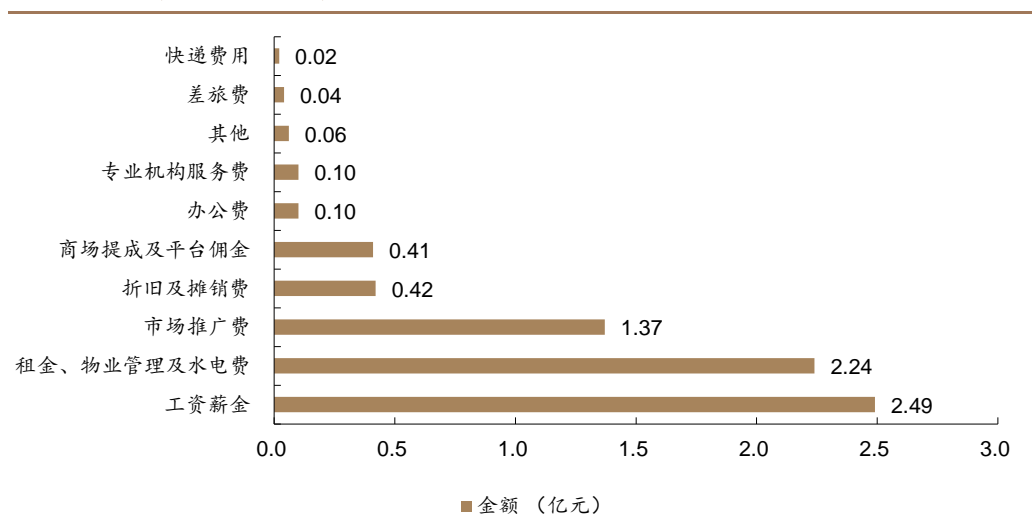
资料来源：Wind、德邦研究所

图 22：2019 年可比公司管理费用率对比（%）



资料来源：Wind、德邦研究所

图 23：2020 年迪阿股份销售费用结构

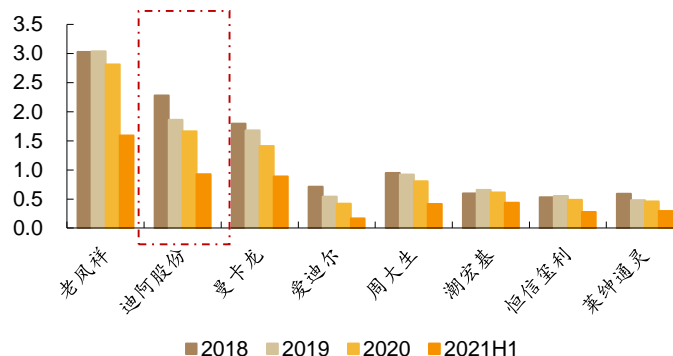


资料来源：迪阿股份招股说明书、德邦研究所

### 2.3. 周转率：轻资产运营，周转率亮眼

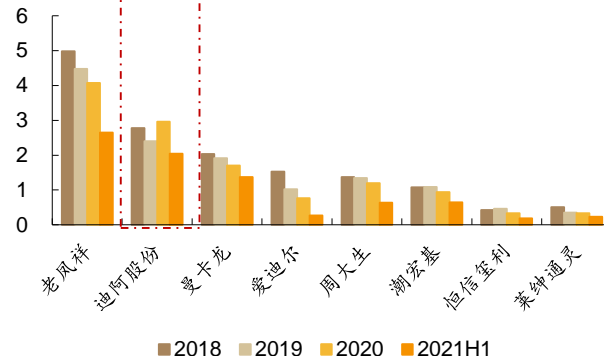
对比珠宝行业周转率情况，核心影响因素为品类与公司运营模式。品类方面，黄金的周转率远好于钻石，黄金占比较高的老凤祥周转率行业领先。运营模式方面，轻资产运营的品牌具备优势，受益于 DR 定制化的销售策略，门店仅铺货 0.3 克拉以下钻石，门店铺货供展示的大克拉钻石均使用锆石替代，存货资产较轻，与同行业可比公司现货销售为主的经营模式相比，店铺铺货和供应链周转备货大幅减少，因此存货周转率较高。

图 24：可比公司总资产周转率对比（单位：次）



资料来源：迪阿股份招股说明书、各公司年报、德邦研究所

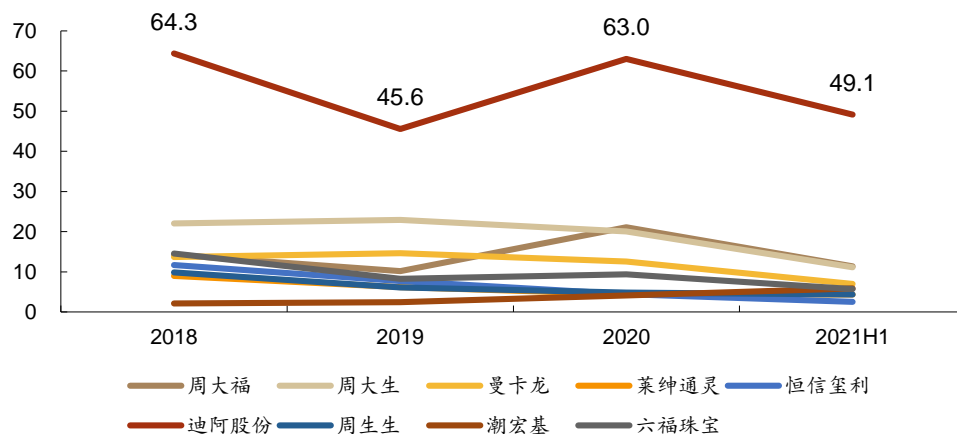
图 25：可比公司存货周转率对比（单位：次）



资料来源：迪阿股份招股说明书、各公司年报、德邦研究所

**总结：高净利率、高周转率撬动高 ROE。**在可比公司之间进行 ROE 横向对比，迪阿股份的 ROE 水平显著高于其他可比公司，2018-2021H1 年间 ROE 分别达 64.4%、45.6%、63%和 49.1%。采用杜邦分析法将 ROE 拆分为销售净利率、总资产周转率和权益乘数三个部分，并与可比公司进行对比分析可知，迪阿的高 ROE 来源于较高的总资产周转率和较高的净利率水平。

图 26：2018-2021 年 H1 可比公司 ROE 对比 (%)



资料来源：迪阿股份招股说明书、各公司年报、德邦研究所

表 11：2020 年可比公司 ROE 拆分

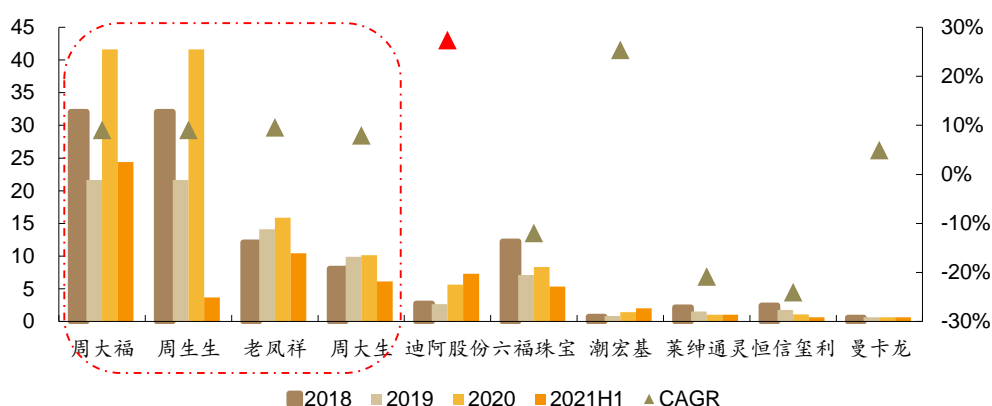
ROE	=	销售净利率 (NI/S)	*	总资产周转 率 (S/A)	*	权益乘数 (A/E)		
ROE 迪阿股份	=	22.9%	*	1.7	*	1.7	=	63.0%
ROE 周大生	=	19.9%	*	0.8	*	1.2	=	20.1%
ROE 周大福	=	8.8%	*	1.1	*	2.3	=	21.1%
ROE 曼卡龙	=	7.9%	*	1.4	*	1.1	=	12.6%
ROE 六福珠宝	=	11.4%	*	0.6	*	1.3	=	9.4%
ROE 恒信玺利	=	6.1%	*	0.5	*	1.5	=	4.4%
ROE 周生生	=	3.6%	*	0.9	*	1.5	=	4.8%
ROE 菜绅通灵	=	8.5%	*	0.5	*	1.2	=	4.5%
ROE 潮宏基	=	4.5%	*	0.6	*	1.5	=	4.1%

资料来源：Wind、德邦研究所

### 3. 估值折价探讨：空间、格局与消费模式三重压制

**基本面：头部企业利润复合增速稳定在 7% 以上，尾部公司利润不确定性较强，迪阿增速亮眼。**从公司业绩兑现的角度来看，能够实现稳定成长持续盈利的公司较为稀缺，多数珠宝企业业绩波动较大。根据前文对比分析，珠宝行业整体利润端体量不大。行业龙头周大福、周生生、老凤祥及周大生利润规模相对较高，利润复合增速基本维持在 7%-10% 之间，而利润体量较小的公司普遍利润波动性较大。迪阿近几年处于品牌势能上升期，利润复合增速近 30%，中短期维度下，利润增速仍能维持，基本面动能优秀。

图 27：龙头企业利润增速稳健，长尾企业利润波动大不确定性强（亿元，%）

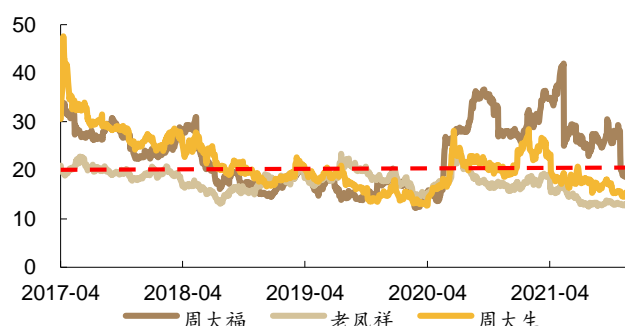


资料来源：Wind、德邦研究所

注：CAGR 为 2018 年至 2020 年三年利润复合增速；周大福、周生生和六福珠宝进行汇率换算，汇率 1 港币=0.82 人民币

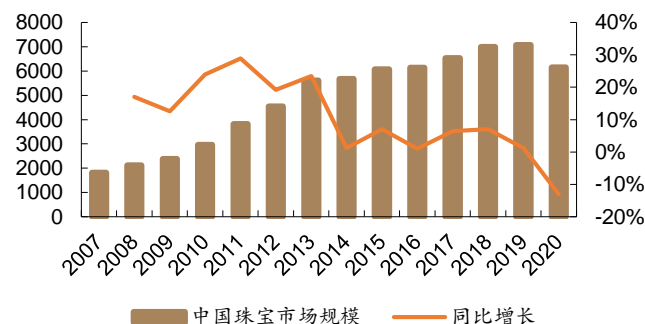
**估值探讨：珠宝板块估值偏低，迪阿因其差异化壁垒及中短期高增速，可以支撑较高估值。**估值压制因素来源于三个层面：1) 行业进入存量博弈市场，空间不再扩容。从近五年中国珠宝行业规模来看，珠宝行业增速已显著放缓。龙头公司如周大福推出加速布局下沉市场战略；而以二三线城市布局领先的周大生，门店总量也已超 4000 家。行业空间成为压制估值的首要因素。2) 产品、品牌缺乏差异化，以渠道构筑的壁垒难以角逐出龙头，市场份额收割逻辑演绎较慢。3) 商业模式：珠宝行业具有低加价、低复购的属性，盈利性和周转率在消费品行业横向比较下优势不明显，普遍难以匹配较高估值。而迪阿在珠宝行业中，因其自营镶嵌类的赛道选择，以及主打“真爱”营销的定位，迪阿收入规模尚小，品牌差异化构筑壁垒使其财务数据领先，可以支撑当下估值水平。

图 28：珠宝龙头企业历史估值中枢约 20 倍



资料来源：Wind、德邦研究所

图 29：中国珠宝行业市场规模及增速（亿元）



资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、德邦研究所



## 4. 投资建议

空间、格局、消费属性三重因素压制行业估值，迪阿高增长、高加价及差异化品牌理念可支撑较高估值水平。从基本面业绩表现来看，珠宝头部公司利润增速相对稳定，复合增速约 7%，尾部公司利润不确定性较强，迪阿基数尚低，近年来扩张强劲。从估值层面来看，珠宝行业估值在消费品中相对偏低，压制估值的因素主要源于三个层面：1) 结婚对数下降，行业空间增速存疑；2) 产品、品牌缺乏差异化，以渠道规模构筑的壁垒难以角逐出绝对龙头，市场份额收割逻辑演绎较慢。3) 珠宝消费低加价低复购，难以匹配较高估值。迪阿目前渗透不高基数尚小，还未到需要面临空间瓶颈的阶段。且迪阿品牌具有差异化壁垒，加价率表现优秀，叠加中短期内的高增长溢价，可给予高于行业平均的估值水平。



## 5. 风险提示

### （1）宏观经济波动风险；

珠宝首饰为可选消费品，疫情反复扰动下，若全球宏观经济大幅下行，则消费能力及信心受挫，可能使珠宝消费不及预期。

### （2）婚庆市场萎缩风险；

近年来，我国结婚对数持续下降，而珠宝首饰的核心消费场景为婚庆市场，钻戒更为明显，若结婚对数持续降低，可能市场空间萎缩。

### （3）市场竞争加剧风险；

国内珠宝首饰行业缺乏一定监管和认证，品牌、产品同质化问题凸显，未来竞争可能加剧。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

## 分析师声明

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。

## 投资评级说明

<div>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，报告发布日后 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；</div> <div>2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。</div>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。