

曼卡龙 (300945.SZ)

区域珠宝龙头，培育钻石打造第二成长曲线

公司是江浙地区优质的珠宝龙头品牌，未来几年预计仍将稳步拓展区域内外珠宝门店，实现主业的持续增长和提升，此外，培育钻石新品牌将有望打开公司第二成长曲线，借助先发优势实现公司规模和品牌影响力的进一步提升。我们预计公司 2022-2024 年业绩增速分别为 8%、25%、32%，对应估值 34x、27x、21x，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

- **江浙地区领先的时尚珠宝品牌，主打日常穿搭的悦己式珠宝。**曼卡龙是江浙地区的珠宝行业龙头品牌，坚持轻奢时尚定位，打造“每一天的珠宝”。主要产品包括“三爱一钻”系列，即“爱尚金”、“爱尚炫”、“爱尚彩”以及锦绣金和钻石饰品，每个系列都围绕时尚轻奢打造各自不同的差异化定位。过去三年公司营收和归母净利润整体呈上行趋势，盈利能力保持较高水平。渠道端，公司自营开店稳步拓展，主打江浙内部市场，加盟占比持续提升，拓展异地业务边界，2021 年公司线下门店数达到 206 家，开店数量快速提升；电商业务也在强势增长，占主营业务的占比提升至 28.82%，是珠宝品牌中电商收入占比较高的公司。
- **培育钻石品牌慕璨切入悦己珠宝领域，依靠内容营销打造品牌。**公司旗下培育钻石品牌 OWN SHINE 慕璨成立于 2022 年 5 月，同年 6 月开设天猫平台官方旗舰店，品牌的定位主要以悦己消费为主，婚庆消费为辅。通过精准内容营销打造爆品，聚焦于小红书，与穿搭推介相结合进行推广，打造时髦穿搭品牌卡位，逐步沉淀用户客群。慕璨上市至今，内容营销取得显著成效，其中慕璨小方糖系列的“小方糖情书”和爱之秘语系列的“偏心”成为爆款，其精致的产品寓意更容易引发消费者共鸣。公司爆款产品的打造方式主要通过“好的产品+好的内容+好的传播”，新品牌“慕璨”借鉴主品牌经验，凸显协同效应。我们认为，与天然钻石相比，悦己珠宝将成为培育钻石的长跑赛道，而“慕璨”精准定位时尚悦己类珠宝，有望在需求快速爆发的行业发展过程中享受先发优势。
- **数据驱动管理和运营，电商业务快速增长。**公司高度重视数字化经营管理，持续推进数字化转型，目前已完成平台数字化模块的构建，后续将针对数字化功能做进一步优化和完善，以实现数字化升级转型目标，打造公司的差异化核心竞争力。电商业务发展势头迅猛，公司 2014-2021 年电商收入 GAGR 高达 96.3%；深化与电商平台的合作，天猫 2022H1 销售额为上年同期的十倍，实现线上销售爆发式增长。在 2022 年天猫 618 活动中，曼卡龙取得骄人业绩，期间销售额突破 1.1 亿元，销售均价远高于同行业竞争者，位列天猫黄金珠宝饰品品牌前三甲。电商业务的高增长离不开数字化平台的驱动，数据驱动下的快速反应能力是曼卡龙的核心竞争优势。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2022-2024 年业绩分别为 0.76 亿、0.95 亿、1.26 亿，增速分别为 8%、25%、32%，对应估值 34x、27x、20x，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**金价波动风险、内地珠宝市场需求持续走弱、门店拓展效果不及预期、培育钻石业务进展不及预期等。

强烈推荐 (首次)

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 12.62 元

基础数据

总股本 (万股)	20458
已上市流通股 (万股)	7666
总市值 (亿元)	26
流通市值 (亿元)	10
每股净资产 (MRQ)	3.9
ROE (TTM)	7.3
资产负债率	8.1%
主要股东	浙江万隆曼卡龙投资有限公司
主要股东持股比例	48.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-11	-25
相对表现	2	2	4

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

刘丽 S1090517080006
✉ liuli14@cmschina.com.cn
赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
宋盈盈 S1090520080001
✉ songyingying@cmschina.com.cn

正文目录

一、 区域领先的时尚珠宝品牌，主打日常穿搭的悦己式珠宝	4
1、 聚焦年轻消费群体+重设计感的珠宝首饰连锁企业	4
2、 时尚类黄金产品为主导，江浙地区为销售重点市场	5
3、 股权结构稳定，股权激励增强员工积极性	7
4、 定增落地拓展赛道，迎第二成长曲线	9
二、 培育钻石品牌慕璨切入悦己珠宝领域，未来依靠内容营销打造品牌	11
1、 差异化定位悦己珠宝，凸显品牌内容优势	11
2、 借鉴主品牌之营销经验，协同效应凸显	12
3、 中国培育钻石市场蓄力，悦己消费或成未来破圈方向	14
三、 数据驱动经营管理，电商业务潜力充足	15
1、 数据驱动经营和管理，快速反应能力强	15
2、 电商业务战略清晰，增长上限高	16
四、 盈利预测与估值	19
五、 风险提示	20

图表目录

图 1 公司概况	4
图 2: 公司代表产品系列	5
图 3: 公司营收及同比增速	6
图 4: 公司归母净利润及同比增速	6
图 5: 分产品类别收入情况	6
图 6: 分渠道收入情况	6
图 7: 自营业务收入情况	7
图 8: 加盟门店数量变化	7
图 9: 分地区收入情况	7
图 10: 公司股权结构	8
图 11: 预计公司每年股权激励的摊销费用	8
图 12: 公司上市以来市值变化	9

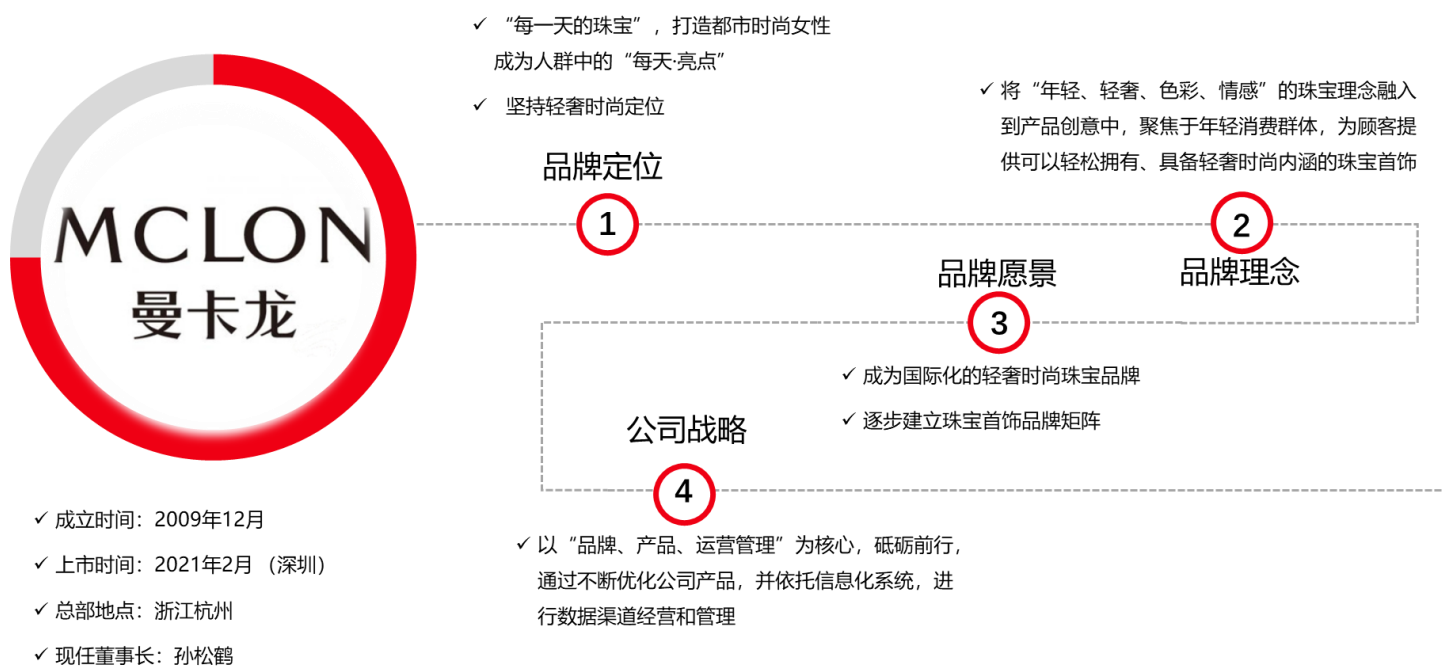
图 13: 2020 年中国消费者钻石消费原因	11
图 14: 小方糖情书项链	12
图 15: 偏心项链	12
图 16: 慕璨主产品系列	12
图 17: 曼卡龙在多平台营销创品牌影响力	13
图 18: 慕璨将延续线上线下全平台的营销模式	13
图 19: RPA 机器人的具体框架	16
图 20: 2022H1 各电商平台销售情况	17
图 21: 2021 年各电商平台销售情况	17
图 22: 2022H1 各电商平台销售情况	17
图 23: 积极拓展线上渠道, 向消费者种草	18
表 1: 公司主要产品为“三爱一钻”	4
表 2: 股权激励考核指标	8
表 3: 个人层面绩效考核要求	8
表 4: 募集资金拟投资项目	9
表 5 曼卡龙自营&加盟收入拆分及预测	19
表 6 曼卡龙收入拆分及预测	19
表 7 曼卡龙毛利率拆分及预测	20
附: 财务预测表	21

一、区域领先的时尚珠宝品牌，主打日常穿搭的悦己式珠宝

1、聚焦年轻消费群体+重设计感的珠宝首饰连锁企业

聚焦年轻消费群体的珠宝首饰零售连锁企业。曼卡龙股份有限公司成立于 2009 年 12 月，是一家集珠宝首饰创意、销售、品牌管理为一体的珠宝首饰零售连锁企业，总部位于浙江省杭州市。主营业务是珠宝首饰零售连锁销售业务。品牌定位及理念精准，坚持轻奢时尚定位，打造“每一天的珠宝”品牌定位，即打造都市时尚女性成为人群中的“每天·亮点”，让女性每天都能点亮自己的独特与魅力。品牌理念围绕年轻群体，让人们相信珠宝不再是高不可攀的产品，将“年轻、轻奢、色彩、情感”的珠宝理念融入到产品创意中，为顾客提供可以轻松拥有、具备轻奢时尚内涵的珠宝首饰。公司战略上不断优化产品，通过多平台全矩阵的布局，持续扩大品牌影响力。

图 1 公司概况



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

公司一直重视产品的时尚感及设计感，产品系列背后诉说着不同创意故事。公司产品分为素金饰品和镶嵌饰品两大类，细分下持续打造“三爱一钻”，即“爱尚金”、“爱尚炫”、“爱尚彩”以及锦绣金和钻石饰品。素金饰品的原材料以黄金与铂金为主，“爱尚金”通过 3D 硬金、拉丝、喷沙等现代技术加工而成，设计上紧跟流行趋势的时尚黄金，款式快速更新，与传统黄金形成较大的视觉反差。镶嵌饰品的原材料则以珠宝玉石为主，贵金属只用来点缀烘托，“爱尚炫”/爱尚彩”均在 K 金的基础上添加小粒群钻/多彩宝石组成，凸显产品的个性属性及颜色搭配的时尚感。

“爱尚金”品类下代表的三生石头系列，以三生石为设计灵感，代表承诺，承诺三生不分离；“爱尚炫”品类下的小恶魔系列，与 K 金饰品美感的完美融合的产物，彰显了品牌个性、时尚与活力，紧紧贴合当代年轻群体的形象。“锦绣金”下的花丝系列以燕京八绝之首的手工花丝工艺为系列卖点，传承中国文化经典。每个系列产品背后都代表着不同意义，设计理念深入人心。

表 1：公司主要产品为“三爱一钻”

产品大类	品类	主要系列	原材料/加工过程	产品特点
素金饰品	爱尚金	三生石头系列、奇幻自然系列、北欧物语系列、极简几何系列、八戒系列	通过 3D 硬金、拉丝、喷沙等现代技术加工而成，设计上紧跟流行趋势的时尚黄金	三生石系列：以三生石为设计灵感，代表的是承诺，承诺伴你三生不分离

	锦绣金	花丝系列	足金	以燕京八绝之首的手工花丝工艺为系列卖点，传承中国文化经典。以中国四大神兽为主设计，守护平安带来幸运
镶嵌类饰品	爱尚炫	假日系列、小恶魔、LADY DREAM 日月系列、萤火·物语系列、许愿星	k 金加小粒群钻组成，K 金分别用 K 白、K 黄和 K 红或三种颜色的混合搭配来凸现产品的时尚性及个性化属性	“小恶魔”系列饰品：小恶魔造型与 K 金饰品美感的完美融合的产物，饰品充满了个性、时尚与活力
	爱尚彩	玲珑犀利	K 金加宝石的多彩组合，通过对宝石多色性的独特设计和巧妙的色彩搭配实现产品的时尚感	选用日常的办公用品的回形针为主要的元素，设计上尝试简洁硬朗的线条并与优雅的珍珠搭配，同时运用玲珑的橄榄石做点缀。展现女性成长过程：玲珑的橄榄石随着光的流转蜕变为温润的珍珠
	婚钻	生来为爱系列、红线系列、神圣之光		红线系列：属于命中注定 DESTINY 系列下的子系列。运用了 K 红真分色来表现月老的红线，代表姻缘早在冥冥之中注定
	情侣戒	蜜语系列		

资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 2：公司代表产品系列



资料来源：公司公告、招商证券

2、时尚类黄金产品为主导，江浙地区为销售重点市场

公司营收和归母净利润整体呈上行趋势，盈利能力保持较高水平。2016-2018 年，线上线下渠道建设齐发力，填补浙江省外市场空白，外加增值税税率下调，拉动营收增长。2019 年因镶嵌饰品中的钻石饰品收入下滑，收入略有下降。2020 年因疫情影响公司整体营业收入及经营业绩略有下降，实现营收 8.09 亿元，同比下滑-9.81%，线下门店销售受到严重冲击，同时，疫情改变消费习惯刺激电商业务大幅增长，公司渠道产品结构加速转型。公司在小红书、抖音等新媒体平台，充分借力节点营销势能，通过品牌自生产、明星、KOL、联名、KOC，联合发力提升内容营销效率，520、七夕期间取得优异成绩，拉动营收高增长，2021 年公司实现营业收入 12.53 亿元，同比增长 54.9%；归母净利润 0.70 亿元，同比增长 10.43%，其中，用于股份支付的管理费用为 459.46 万元，剔除股权激励费用影响的归母净利润增速为 17.65%，依然实现了较高的增速。尽管受疫情及其他不可控因素影响，2018-2021 年公司营业收入/归母净利润实现复合增速 10.85%/8.37%。2022 年 Q1-Q3 实现营收 10.82 亿元，同比增长 23.63%，归母净利润 0.50 亿元，同比下滑 18.58%，收入端高增长进一步体现公司经营的韧性，利润端由于股权激励、品牌创新和培育钻石子品牌等方向的布局投入，增速受到影响，但这些投入有些是短期外部环境的影响，有些是针对未来的布局，都将成为未来收入业

绩增长的驱动力，公司未来增长值得期待。

图 3: 公司营收及同比增速

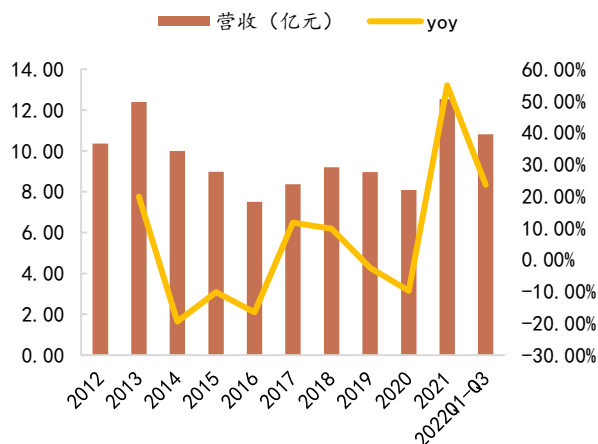
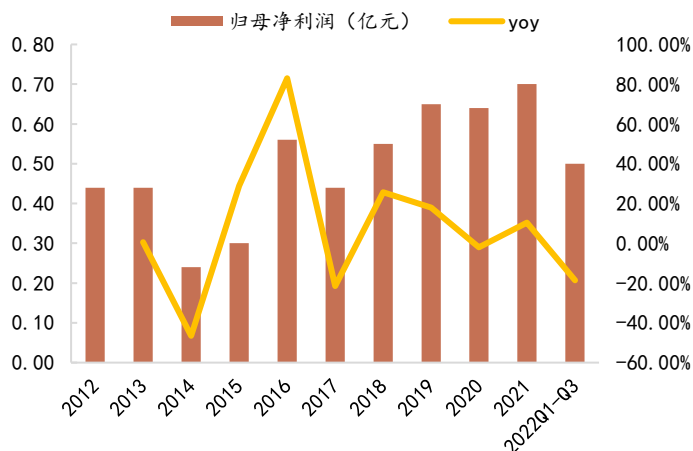


图 4: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

素金饰品拉动营收高增长，镶嵌饰品比重下滑。分产品来看，公司营收主要来源于时尚黄金饰品及镶嵌饰品。黄金饰品收入由于国际金价波动而起伏较大。2013 年国际金价异常变动，国内黄金类产品的市场需求被提前透支；国内经济形势下滑，镶嵌饰品的消费需求较为低迷。2014-2015 年国际金价震荡下跌，素金饰品中计克类黄金饰品收入大幅下滑。2016-2019 年公司加快线上线下的渠道铺设，叠加金价上涨，带动素金饰品收入增长。**截止到 22 年上半年，素金饰品占营业收入的比例从 2012 年的 70.92% 上升到 80.09%，同比上升 9.17pct，而公司的黄金产品也有自身的优势，重点推进花丝和时尚黄金业务，相较于传统素金有较高的毛利率水平。**2016-2018 年镶嵌饰品收入持续增加，主要得益于公司重点推广高毛利率的“爱尚”系列，优化铺货结构，加强产品品质和工艺；2019 年钻石市场整体疲软导致钻石饰品收入下滑。2020 年至今，由于婚庆市场萎缩、年轻人偏好黄金的消费特性，导致单粒钻呈下行趋势，镶嵌饰品营收和占比逐年下降。2021 年加盟门店有序扩张，电商销售活跃，素金饰品实现营收 9.50 亿元，同比增长 87.82%。

自营业务收入占比高，电商业务增长强势。自营业务包括实体店和电商业务，其中实体店包括直营店和专柜，电商业务主要通过天猫、唯品会、微盟、京东等第三方平台线上销售产品。自营业务营收由 2017 年的 6.01 亿元增长到 2021 年的 6.34 亿元，为主要营业收入来源。其中，电商业务增长最为迅速，占主营业务比重从 2017 年的 3.33% 增长至 2021 年的 20.52%；2022Q1-Q3 线上业务收入占比为 29.43%，同比增长 85.43%，贡献 27% 的毛利，收入结构和毛利率贡献水平进一步优化。根据第三方数据统计，618 期间，曼卡龙天猫店铺销售额超 1.1 亿元，位列黄金珠宝品牌榜单第三，销售均价 4404 元，显著高于其他头部品牌。公司在疫情影响下扩大电商销售渠道，通过现有天猫等渠道深度合作、开拓拼多多渠道、直播带货等营销方式全面提升线上销售规模，同时通过线上异业合作，扩大业务边界。

图 5: 分产品类别收入情况

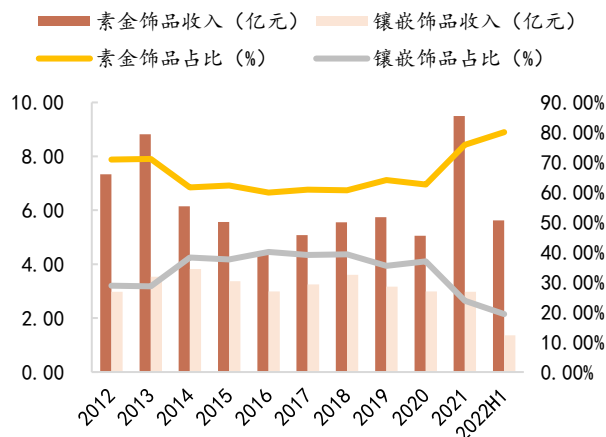
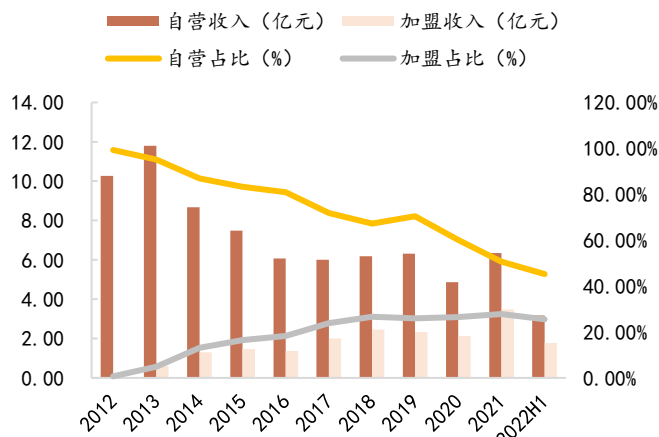


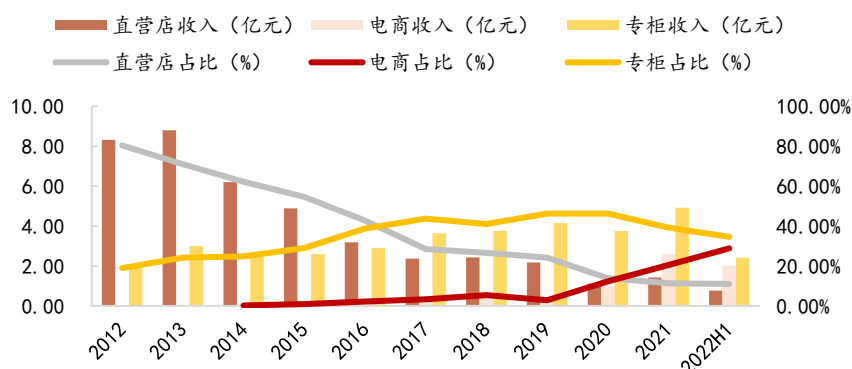
图 6: 分渠道收入情况



资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

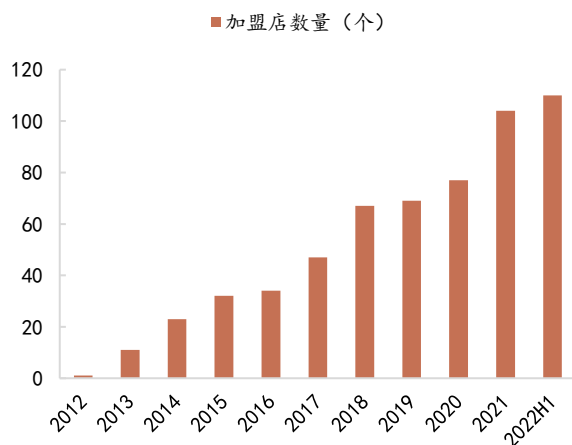
图 7: 自营业务收入情况



资料来源: wind、招商证券

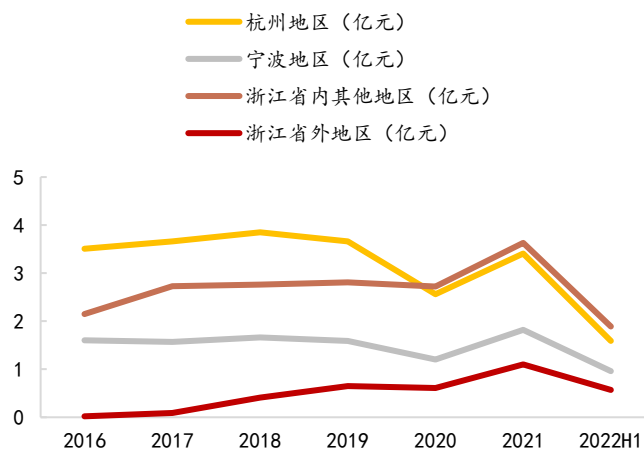
加盟业务持续扩张, 拓店蓄力省外市场。公司的开店政策是在核心城市的核心商圈开设直营店, 其他地方拓展加盟。2019-2021 年, 公司在浙江省内共计开设 15 家自营门店, 在浙江省外共计开设 20 家门店, 2021 年公司单年开设 15 家门店, 开店数量是 2020 年的五倍。2021 年公司线下门店达到 206 家, 同比增长 21.18%, 此外, 随着加盟业务占主营业务收入比例呈上行趋势, 加盟门店数量稳步上升。截止至 2022 年 H1 末, 加盟门店共 110 家。公司专注城市商圈营运, 辅之“以点带面”的渠道布局, 打造标杆项目, 目前覆盖浙江、江苏、安徽、上海、湖北等八省一直辖市, 形成对周边城市的带动效应, 积极覆盖省外市场。浙江省外地区收入从 2017 年的 0.09 亿元稳步增长至 2021 年的 1.10 亿元, CAGR 86.98%。

图 8: 加盟门店数量变化



资料来源: wind、招商证券

图 9: 分地区收入情况



资料来源: wind、招商证券

3、股权结构稳定, 股权激励增强员工积极性

股权集中度高, 股权激励机制完善。董事长孙松鹤直接持股占比为 9.03%, 并通过其实际控制的浙江万隆曼卡龙投资有限公司间接持股 36.51%, 直接和间接合计持股占比为 45.53%。公司于 2021 年审议通过限制性股票激励计划, 以人民币 8.86 元/股的授予价格向吴长峰、王娟娟、许恬及核心管理成员、核心技术人员共 13 名激励对象授予 246.00 万股限制性股票。制定公司和个人层面绩效考核要求, 将核心骨干的利益与公司利益绑定, 激励机制完善。公司第一个归属期归属条件已成就, 于 2022 年 9 月 30 日首次授予限制性股票第一个归属期归属的 57.8 万股股票上市流通。

表 2: 股权激励考核指标

归属期	对应考核年度	年度净利润相对于 2020 年净利润增长率	年度营业收入相对于 2020 年营业收入增长率
		的目标值	的目标值
		指标权重 40%	指标权重 60%
第一个归属期	2021 年	15.00%	20.00%
第二个归属期	2022 年	32.25%	44.00%
第三个归属期	2023 年	52.0875%	72.80%

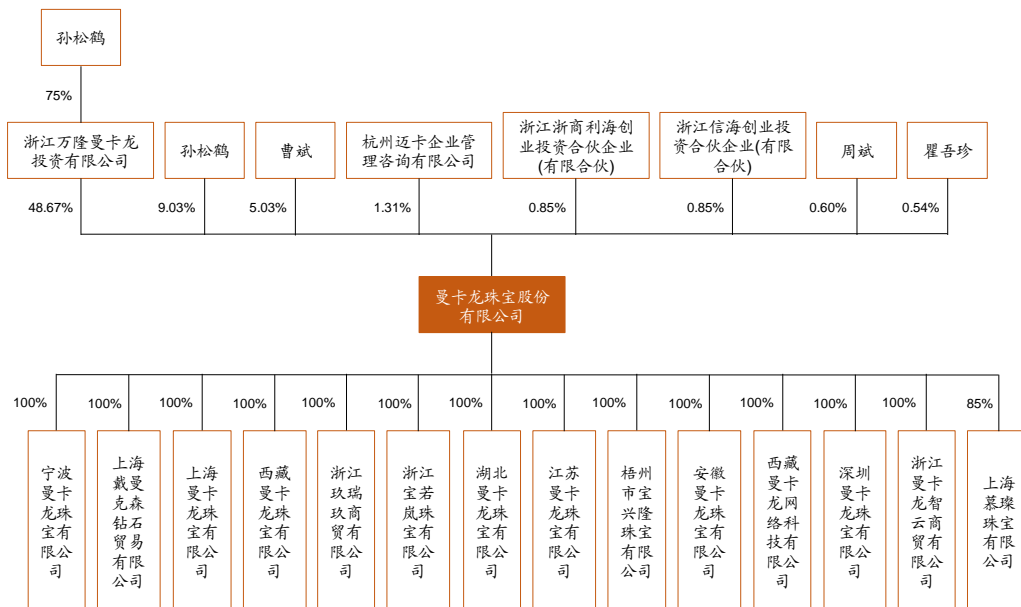
资料来源: 公司公告、招商证券 注: 净利润指扣非归母净利润, 且剔除公司及子公司所有股权激励计划及员工持股计划股份支付费用。

表 3: 个人层面绩效考核要求

考核结果	90 份及以上	80 分-89 分	70 分-79 分	60 分-69 分	60 分以下
个人层面归属比例	100%	95%	80%	50%	0

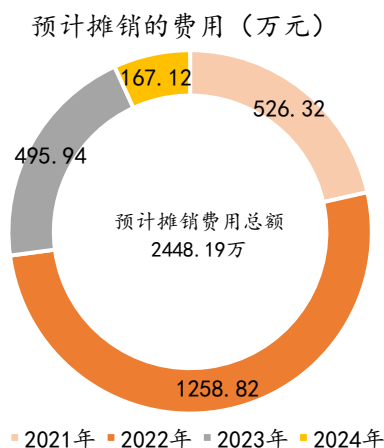
资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 公司股权结构



资料来源: 招股书、招商证券

图 11: 预计公司每年股权激励的摊销费用



资料来源: 公司公告、招商证券

公司自上市以来，市值最高达 70 亿元。加盟店持续扩张叠加电商渠道活跃，2021 年底至 2022 年初公司市值形成两次高峰，随后市值保持平稳态势。随着定增落地，公司加码主业并向培育钻石发力，有望量利齐升，带来新的增长点。

图 12: 公司上市以来市值变化



资料来源: wind、招商证券

4、定增落地拓展赛道，迎第二成长曲线

定增完善全渠道布局，以适应珠宝行业消费迭代变化需求，推动公司数字化转型。公司于 2022 年 8 月 12 日发布《2022 年向特定对象发行股票预案》，本次预案向特定对象发行股票的数量不超过发行前股本总额的 30%，即不超过 6120 万股，发行股票拟募集资金总额不超过 7.16 亿元，其中投资募集资金 2.88 亿元用于建设“曼卡龙@Z 概念店”终端建设项目，有助于扩大公司业务规模，在将重点针对“Z 世代”消费群体开发全新产品线，打造“个性、时尚、科技、好玩”的“曼卡龙@Z 概念店”，是在目前 90 后、80 后消费群体基础上的扩充，将成为公司业务的第二增长曲线；3.40 亿元用于建设“全渠道珠宝一体化综合平台”，将进行内容管理平台、产品开发管理平台、消费者洞察与深度链接平台及供应链运营效率提升平台的建设，服务于公司相关主营业务；0.88 亿元用于针对培育钻石打造的“慕璨”品牌及创意推广项目，项目建设期均为三年。

表 4: 募集资金拟投资项目

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	建设期	建设目的
1	“曼卡龙@Z 概念店” 终端建设项目	5.39	2.88	3 年	扩大业务规模，提升产品精准化的重要途径；有利于公司打造区域特色体验店，建立品牌背书，提升复购率；有利于公司加强线上线下高效互通，进一步增强盈利能力
2	全渠道珠宝一体化综合平台 建设项目	3.48	3.40	3 年	推进公司数字化转型，增强企业数字化运营能力；赋能供应链管理和业务全渠道发展，提升企业竞争力；提升公司内容制作及管理水平，增强盈利能力
3	“慕璨”品牌及创意推 广项目	1.12	0.88	3 年	把握培育钻石发展机遇，增强市场先发优势；丰富品牌矩阵，扩大品牌知名度与影响力；满足消费者需求的差异化，提升公司业务规模
合计		9.98	7.16		

资料来源: 公司公告、招商证券

年轻化消费群体+悦己式消费动力，精准定位孵化产品。跟据贝恩公司测算，2025 年千禧一代（80 后、90 后）、Z 世代（95 后）将贡献 70% 的销售。年轻化消费群体的消费观念转向“悦己”需求，以日常化风格为主。公司快速响应珠宝行业消费者的迭代变化和消费需求，聚焦年轻消费群体，高度关注珠宝的个性化、独特性、创意性，致力打造具有辨识度和内涵价值的品牌，将产品创新和品牌差异化作为首要驱动力，公司在小恶魔、玲珑、风华、宫廷花丝等系

列产品基础上向培育钻石发力，打造“慕璨”以丰富品牌矩阵。同时构建曼卡龙@Z概念店对焦Z世代，围绕“个性、时尚、科技、好玩”加快输出产品，注重用户沉浸式体验，从而提升公司竞争力，扩大品牌知名度和影响力。

数字化转型释放动能，搭建全域生态化产业链。公司在长期发展历程中，以“品牌、产品、运营管理”为核心，持续推进数字化生态布局，从产品数字化、供应商数字化、品牌数字化、渠道数字化及用户数字化五大板块勾画数字化转型蓝图。公司通过发行募集资金搭建内容管理平台、产品开发管理平台、消费者洞察与深度链接平台及供应链运营效率提升平台，实现消费者精准触达、线上销售、线下门店、供应链管理和营销内容管理等全域数据的融合，增强公司的数字化运营能力，实现全业务链升级。

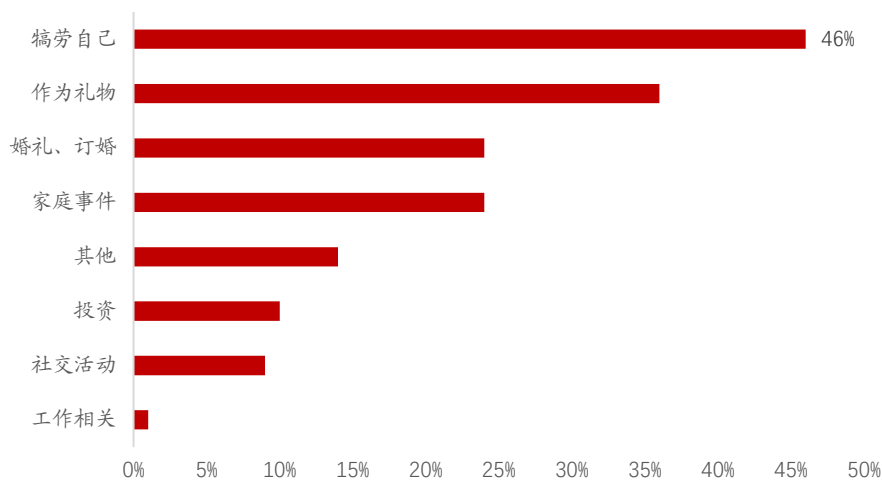
设立“慕璨”品牌，开拓培育钻石新领域。培育钻石在物理、化学和光学性质方面与天然钻石完全一致，具有尺寸、颜色、净度等方面的可控性，价格更加实惠，能够满足消费者多元化、个性化消费需求，市场发展前景较好。之后公司顺应培育钻石行业发展，开展“慕璨”品牌及创意推广项目，建设主体为上海慕璨珠宝有限公司，为公司控股子公司，之后拟在华东、华中、华北、西南、西北地区的核心商圈新建6家体验中心以开展“慕璨”品牌及创意的推广。未来公司将以“慕璨”品牌作为切入口，进入培育钻石蓝海赛道，也将进一步深化公司时尚珠宝品牌的定位。

二、培育钻石品牌慕璨切入悦己珠宝领域，未来依靠内容营销打造品牌

1、差异化定位悦己珠宝，凸显品牌内容优势

钻石渗透率有望进一步提升，悦己需求在钻石消费中占主导。尽管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%，但仍低于同期美国及日本的渗透率。贝恩数据显示“为自己而消费”在中美两国钻石消费原因中排名第一，尤其在中国的消费意愿中占比高达46%，悦己需求在钻石消费中更加强烈。

图 13： 2020 年中国消费者钻石消费原因



资料来源：贝恩咨询、招商证券

定位于悦己市场，婚庆为辅的培育钻石品牌。公司旗下培育钻石品牌 OWN SHINE 慕璨成立于2022年3月，同年6月开设天猫平台品牌旗舰店，慕璨是由公司与王燕、林露露签署《投资合作协议》，合资设立上海慕璨珠宝有限公司，注册资本为1000万元。公司主打以培育钻石为主的高端首饰，之后将积极和独立设计师，外国设计团队合作，确保品牌在设计方面保持新锐。“慕璨”品牌的定位主要以悦己消费为主，婚庆消费为辅，品牌理念“the moment is forever”（瞬间即永恒），冲破钻石与“爱情”的常规绑定，精致定位收入水平中等且想法比较开放，愿意接受新鲜事物的都市女孩，将培育钻石的设计与场景和衣服去搭配。

首次亮相成绩优异，多元化渠道布局。慕璨7月初在天猫正式上线，首次上线便推出“伴月星”、“星芒”、“秘密花园”、“小方糖”系列产品，产品价格定位于5000-20000元不等，预计年内上架150款左右产品，未来增长潜力可期。慕璨未来以传统电商与新型电商结合布局，传统电商以京东、天猫作为主流平台，贴合消费者习惯，以单价较高的产品为主；新型电商以社交电商捕捉机会，直播间做相关产品的引流和传播。公司贯彻线上线下相互赋能的经营模式，在线上引爆的前提下，慕璨在核心城市的核心商区积极规划线下体验店，预计下半年开出首店，未来有望融合打通多元化渠道助力业绩高速增长。

精准内容营销打造爆品，产品寓意引发共鸣。小红书的用户资产与慕璨的风格定位最为匹配，基于此公司聚焦于小红书开展内容营销，通过精准投放KOL和KOC引起消费者关注，同时与穿搭推介相结合进行推广，打造时髦穿搭品牌卡位，逐步沉淀用户客群。慕璨上架至今，内容营销取得显著成效，其中慕璨小方糖系列的“小方糖情书”和爱之秘语系列的“偏心”成为爆款。“小方糖情书”公主方形钻四角分别寓意疼爱、心爱、真爱和情爱，两边书名号造型将爱意化作文字代为传达。“偏心”用摩斯密码表达国人对爱的含蓄和内敛，诉与“偏偏喜欢你”的“秘语”。两款爆品的设计元素从消费者的特征和认知出发，直击当下年轻群体所追寻的匹配核心诉求的珠宝内在价值，叠加深度内容营销，加深产品理念认同感。未来公司有望借助快闪店进行广告引流，完善营销渠道建设，进一步提升产品附加价值，触发增长新引擎。

图 14: 小方糖情书项链



图 15: 偏心项链



资料来源: 慕璨淘宝旗舰店、招商证券

资料来源: 慕璨淘宝旗舰店、招商证券

玩转时髦穿搭，与天然钻石打造差异化竞争。慕璨品牌理念“the moment is forever”（瞬间即永恒），为新一代女性打造高科技、高环保和高性价比的钻石美学产品，冲破钻石与“爱情”的常规绑定。目前品牌的目标客户群定位在一二线城市，从消费水平和消费者观念两个维度提前深入消费者洞察，精致定位收入水平中等且想法比较开放，愿意接受新鲜事物的都市女孩，将培育钻石的设计与场景和衣服去搭配首次上线便推出“伴月星”、“星芒”、“秘密花园”、“小方糖”系列产品，以传达配饰为产品设计出发点，形状设计上较天然钻石基础上更加灵活。

图 16: 慕璨主要产品系列

SHINE YOUR LIFE

「小方糖系列」花捧钻戒 雕琢典雅



STYLISH AND SMART

「秘密花园系列」以花寓钻 梦幻多彩



TRILOGY RING

「三部曲系列」浪漫三石 刻画恒久

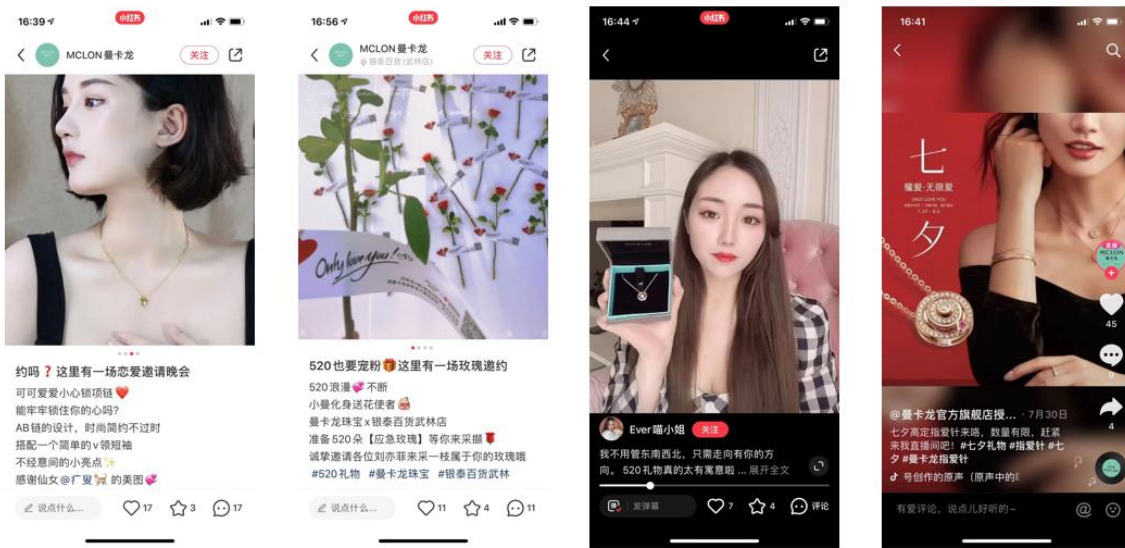


资料来源: 慕璨天猫旗舰店、招商证券

2、借鉴主品牌之营销经验，协同效应凸显

借鉴主品牌经验，“好的产品+好的内容+好的传播”打造爆款产品。公司认为爆款产品的打造方式主要通过“好的产品+好的内容+好的传播”，曼卡龙品牌爆品“指爱针”在去年 520，今年 520 和七夕多次营销，放量大幅拉动镶嵌产品的销售，其在小红书、抖音等媒介通过日常穿搭推荐、与线下商场门店以及达人合作等方式深化品牌定位，精准客户画像。节假日内如七夕等节日，品牌借助节日气氛，推进爆品“指爱针”的销售，为品牌在渠道上的发展做好铺垫。“指爱针”的营销内容在抖音达到 7.9 亿播放量，互动 3000+万，520、七夕期间，爆款项链在天猫、京东的单品销量榜均为第一。

图 17: 曼卡龙在多平台营销创品牌影响力, 打造爆款产品“指爱针”项链



小红书: 日常穿搭推荐/ 线下门店合作/ 达人推广

抖音: 节假日助力推新

资料来源: 小红书、抖音、招商证券

兼具内容营销与传播优势的小红书目前是“慕璨”的主要宣传和引流平台。对应慕璨品牌借助曼卡龙策略, 在营销模式上借鉴主品牌经营经验, 目前也在多个线上平台进行内容营销, 以提升品牌的影响力以及消费者对品牌的认知程度, 其中, 注重内容传播优势的小红书是目前品牌营销的主战场。此外, 慕璨邀请明星联合打造“偏心”系列的偏心项链和“OWN SHINE 慕璨光之轨迹”系列的小灯泡项链等单品, 搭配黑色背心和粉色针织衫彰显产品强设计感, 明星效应拉升品牌的影响力。作为时髦传达的品牌, 小红书和抖音平台上慕璨推出多种搭配方式, 多产品与服装的搭配融为一体, 进一步深化消费者对培育钻石的品牌接受度。

图 18: 慕璨将延续线上线全平台的营销模式



小红书: 日常穿搭推荐/ 与明星合作推广爆品/ 达人推广

抖音

资料来源: 小红书、抖音、招商证券

3、中国培育钻石市场蓄力，悦己消费或成未来破圈方向

国内培育钻石消费市场上升空间巨大，渗透率有望提高。2020年，美国在培育钻石零售市场保持主导地位，约占全球市场80%。而中国零售端份额处于增长阶段相对较小，上游端高温高压产品的供应主要集中在中国，因此中国的培育钻石以出口为主，国内培育钻石消费市场仅占全球10%，还未形成规模。目前所有钻石产品在中国市场的渗透率是30%，远远低于美国市场的70%。未来，我国培育钻石零售市场有较大提升空间，对应培育钻石的市场渗透率也有望提升。

与天然钻石形成差异化竞争，悦己珠宝为培育钻石的长跑赛道。从发展方向上看，天然钻石在稀缺性和保值性上更具优势，因此对部分消费者而言，天然钻石在婚庆市场的应用会有一定的不可替代性，而培育钻石则可以实现更多彩钻和异形钻的设计，在悦己式消费领域将具备更强的优势。随着可持续理念深入人心、独立女性日益增加、悦己意识觉醒，培育钻石需求放量指日可待。而国内众多品牌开始切入培育钻石赛道，纷纷面向年轻女性推出悦己式珠宝，中长期看，悦己式消费将是培育钻石更大的目标市场。中国迎来培育钻石发展元年，培育钻石需求有望实现高速增长，为零售终端赋能。“慕璨”定位于悦己式消费领域，将有望凭借市场兴起之东风，快速发展，打造先发优势。

三、数据驱动经营管理，电商业务潜力充足

纵观曼卡龙的公司亮点，我们认为作为一个追求时尚化的年轻珠宝品牌，曼卡龙在发挥差异化竞争优势上做出了很优异的成绩，品牌定位精准，针对年轻化最有潜力且相对蓝海的细分客群；通过数字化赋能经营管理，打造线上线下一体化平台；同时在经营端具有充分的协同激励机制，保证公司各项目标都能得到良好的落实。

➤ **精准品牌定位发展战略，聚焦珠宝核心客户。**

曼卡龙与传统大牌相比，做不到传统品牌的渠道量级。但公司深谙一个品牌只能服务一类人。根据公司的线下调研，目前珠宝消费结构中 90 后和 Z 世代是主流。目前珠宝品牌除了有一些产品线外，几乎比较少的完全针对 90 后和 Z 时代人群的品牌，具有年轻化针对性珠宝类目的缺失，是公司看到的机会，也是公司未来发力的重点。曼卡龙近年来持续在布局品牌年轻化，持续聚焦年轻人群，打造年轻人喜欢的珠宝品牌。品牌年轻化是曼卡龙的业务亮点。

➤ **大力发展线上板块业务，线上线下相互赋能。**

公司未来的门店运营模式将与现有模式有较大差异，未来公司对门店的定义是：体验第一、信用背书第二、成交第三，更为注重顾客体验，同时围绕年轻化客群打造门店的主题定位，即“个性、时尚、科技、好玩”。通过建立强大的中台系统赋能品牌，以数字驱动经营和管理，构建全渠道一体化综合平台，数字化公司是知胜而战，后台赋能前端，从而带来线上线下融合和相互赋能。

➤ **构建内部协同激励机制，快速提升组织韧性**

曼卡龙在新创立的品牌子公司引入了投资人，更加完善了公司内部的治理架构。同时在线上业务板块也做了理性的尝试，目前运营下来都是符合公司的构建和规划方向。接下来公司在子公司和事业部层面还会深耕激励方案，快速提升组织韧性及效率。

1、数据驱动经营和管理，快速反应能力强

提升供应链和渠道业务管理能力，快速反应能力强，增强企业竞争力。公司在优化上下游管理上持续发力，通过一体化平台，实现流程可视化、智能排产、智能下单、智能配调货、销售预测和库存管理等功能，有效整合上游供应链的各方面信息，打通原材料开采、加工、制作、仓储物流和销售等环节，有效提高了企业的经营效率；同时公司致力于打造消费者洞察与深度链接平台，以期实现顾客需求分析、多渠道触达等数字化功能，使产品精准触及客户，对市场变化做出快速反应，提高渠道业务渠道管理能力。

图 19：曼卡龙的全渠道珠宝一体化综合平台搭建



资料来源：公司公告、招商证券

贯彻数据驱动经营管理，布局商品数字化。公司搭建内部数字化移动办公平台，融合公司业务中台、数据分析 BI、会员、HR 等系统，推进办公数字化、高效化；引入 RPA 机器人，有效减少了重复任务耗用的时间，提高员工工作效率，降低运营成本；借鉴成熟行业的商品管理数据化成功经验，对企业商品进行数字化覆盖，将数据标签嵌入商品决策的全环节和全场景，辅助公司进行智能化决策，提高企业库存管理能力和商品运营水平。

图 20: RPA 机器人的具体框架

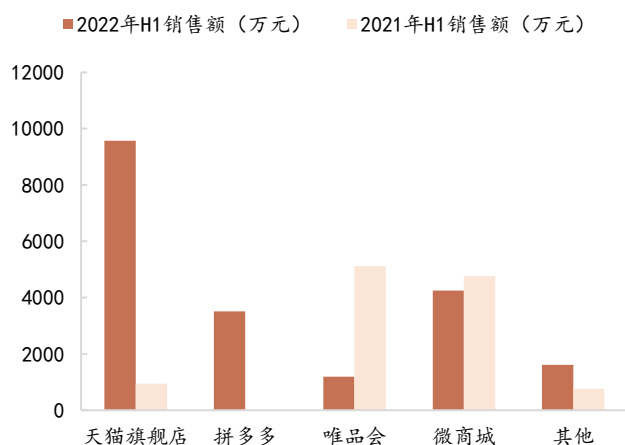


资料来源：安永、招商证券

2、电商业务战略清晰，增长上限高

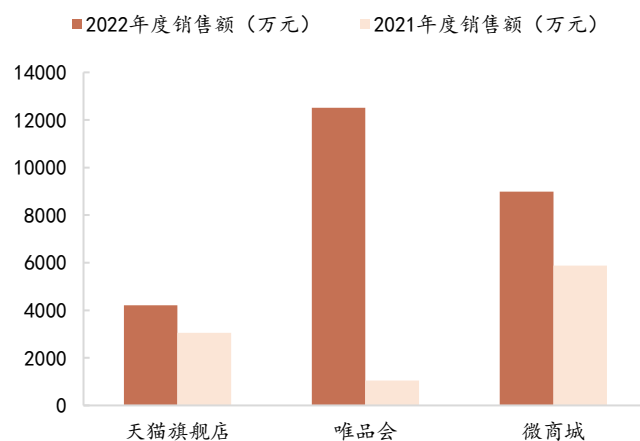
电商业务迅速扩张，适应消费新格局。公司针对目前年轻一代的消费习惯，适应于疫情常态化防控，积极拓展线上业务渠道，挖掘新的增长抓手。公司 2014-2021 年电商收入 GAGR 高达 96.3%，疫情以来线上业务扩张势头进一步加快，2020 年、2021 年、2022H1 同比分别增长 300%、157%、73.9%。公司深化与电商平台的合作，每年电商业务侧重都有所不同，在 2021 年重点拓展天猫和唯品会，2022 年在天猫和拼多多渠道强势发力，其中天猫上半年销售额为上年同期的十倍，实现线上销售爆发式增长。

图 21: 2022H1 各电商平台销售情况



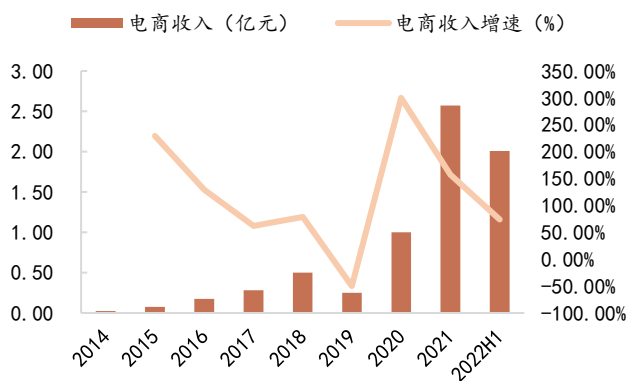
资料来源: wind、招商证券

图 22: 2021 年各电商平台销售情况



资料来源: wind、招商证券

图 23: 2022H1 各电商平台销售情况



资料来源: wind、招商证券

购物节表现亮眼, 把握社交平台新趋势。在 2022 年天猫 618 活动中, 曼卡龙取得骄人业绩, 期间销售额突破 1.1 亿元, 销售均价远高于同行业竞争者, 成功进入服装时尚品牌前十, 位列天猫黄金珠宝饰品品牌前三甲, 仅次于周生生和周大福, 有两款商品进入黄金珠宝饰品类排行榜前五, 曼卡龙黄金宝宝手镯成为该品类中唯一一个销售额突破 5000 万的商品, 充分展示了公司爆款产品的强大竞争力。此外, 公司在微博、抖音、快手、小红书等社交平台上积极布局, 根据珠宝行业消费者的迭代变化和消费需求进行针对性宣传, 为年轻消费者种草。

表 5: 曼卡龙位列 2022 年 618 天猫黄金珠宝饰品类榜单第三

排名	商品名称	销售额	销量	均价
1	周生生	226,729,623	113751	1,993
2	周大福	201,444,673	107705	1,870
3	mclon/曼卡龙	110,948,882	25193	4,404
4	chow tai seng/周大生	87,305,679	53434	1,634
5	chj/潮宏基	78,474,671	49219	1,594

资料来源: 魔镜市场情报、招商证券 (统计口径为 GMV 扣除退货)

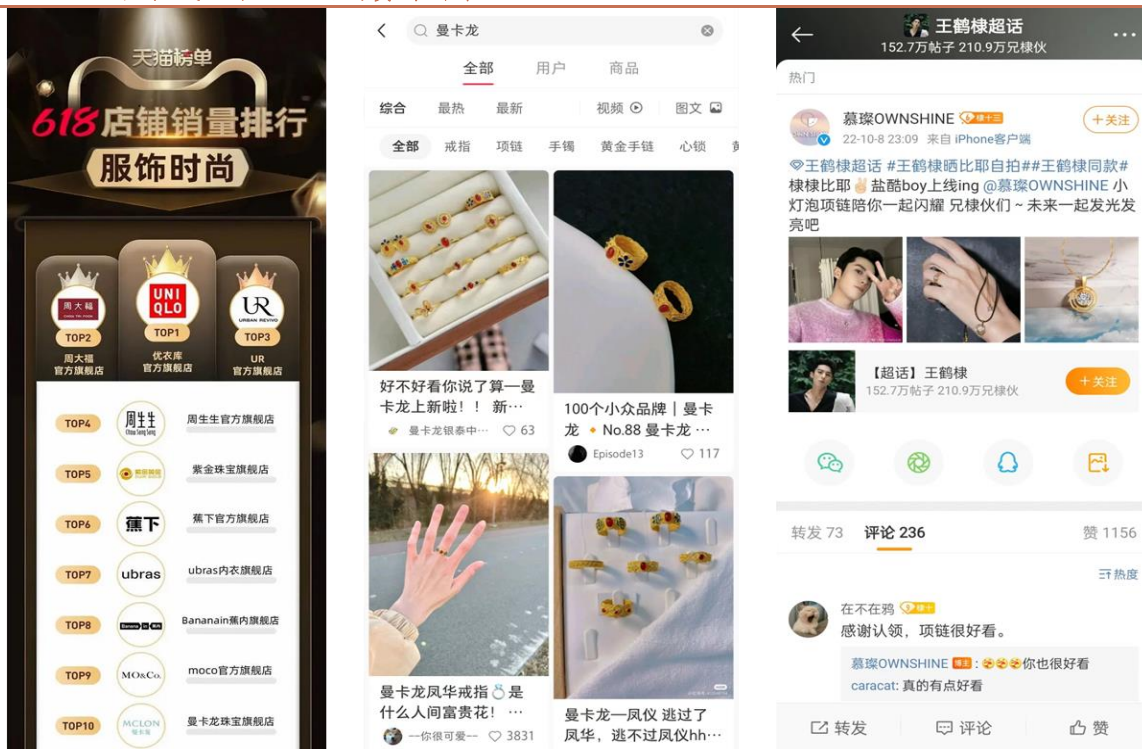
表 6: 曼卡龙两款商品进入 618 天猫黄金珠宝饰品类排行榜前五

排名	商品名称	销售额	销量	价格
1	曼卡龙黄金手镯 999 足金宝宝镯满月纯金儿童男女款计价礼物本命年	58,370,964	10856	5,377

2	镇声珠宝黄金戒指男足金 999 情侣对戒光面素圈开口女指环订婚三金	44,494,927	12035	3,697
3	福春莱天然民族晶蜜蜡绿松石文玩翡翠(珠宝)	36,124,734	45180	800
4	曼卡龙 黄金戒指 999 足金百福戒男士纯金活口女款老板戒计价礼物	29,822,151	5266	5,663
5	脂玉翁天然和田玉籽料碧玉羊脂白玉石观音平安扣男女项链吊坠手镯	25,602,938	26221	976

资料来源：魔镜市场情报、招商证券

图 24：积极拓展线上渠道，向消费者种草



618销量强势增长

社交平台积极种草

资料来源：天猫、微博、小红书、招商证券

四、盈利预测与估值

公司是江浙地区优质的珠宝龙头品牌，未来几年预计仍将稳步拓展区域内外珠宝门店，实现主业的持续增长和提升，此外。培育钻石新品牌将有望打开公司第二成长曲线，借助先发优势实现公司规模和品牌影响力的进一步提升。我们预计未来几年公司自营和加盟门店数量稳定增长，自营门店随着@Z店的落地也将迎来加速开店，同店收入略有提升，此外，随着高附加值的时尚黄金产品占比提升，@Z系列门店的产品毛利率水平预计也将维持较高水平，公司未来几年毛利率呈上升趋势；公司电商业务收入快速放量，增速保持较高水平；预计未来三年收入保持 20-30%的复合增速。

预计公司 2022-2024 年收入增速分别为 23%、27%、26%；考虑 2021-2024 年股权激励费用摊销分别为 526.32、1258.82、495.94 和 167.12 万元，预计 2022-2024 年业绩分别为 0.76 亿、0.95 亿、1.26 亿，增速分别为 8%、25%、32%，对应估值 34x、27x、21x，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表 7 曼卡龙自营&加盟收入拆分及预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
门店总数量	161	170	206	233	273	328
自营店	92	93	102	109	119	134
净增减门店数	6	1	9	7	10	15
单店收入及毛利情况						
平均自营门店数	89	92	94	104	116	131
单店收入	709.76	528.27	674.03	606.63	636.96	668.81
yoy		-25.57%	27.59%	-10%	5%	5%
单店毛利	216.45	161.96	172.04			
yoy		-25.17%	6.22%			
自营毛利率	30.50%	30.66%	25.52%	26%	27%	27%
自营总收入	63168.64	48600.84	63358.82	63089.21	73887.17	87613.62
自营总毛利	19264.05	14900.32	16171.76	16418.39	19597.90	23676.78
加盟店	69	77	104	124	154	194
净增减门店数	2	8	27	20	30	40
单店收入及毛利情况						
平均加盟门店数	69	69	86	108	130	162
单店收入	337.82	310.02	405.18	364.66	382.90	402.04
yoy		-8.23%	30.69%	-10%	5%	5%
单店毛利	43.05	40.98	47.32			
yoy		-4.81%	15.47%			
加盟毛利率	12.74%	13.22%	11.68%	12%	13%	13%
加盟总收入	23309.58	21391.38	34845.48	39383.50	49776.36	65130.46
加盟总毛利	2970.45	2827.62	4069.52	4796.42	6311.03	8583.39

资料来源：wind、招商证券

表 8 曼卡龙收入拆分及预测

万元	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	2022E	2023E	2024E
合计收入	89,660	80,864	125,254	62,909	70,259	153,761	194,914	245,045
YOY		-9.81%	54.90%		11.68%	22.76%	26.76%	25.72%
自营	63,169	48,601	63,359	34,411	31,773	63,089	73,887	87,614
YOY		-23.06%	30.37%		-7.67%	-0.43%	17.12%	18.58%
加盟	23,309	21,391	34,845	16,472	17,841	39,383	49,776	65,130
YOY		-8.23%	62.90%		8.31%	13.02%	26.39%	30.85%
电商	2,494	9,978	25,704	11,581	20,140	50,124	70,173	91,225
YOY		300.13%	157.62%		73.91%	95.00%	40.00%	30.00%

委托代销	248	488	940	166	120	678	543	488
YOY		97.04%	92.65%		-27.84%	-27.84%	-20.00%	-10.00%
其他业务收入	441	406	405	279	385	486	535	588
YOY		-7.85%	-0.32%		37.90%	20.00%	10.00%	10.00%

资料来源：wind、招商证券

表 9 曼卡龙毛利率拆分及预测

	2019	2020	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
毛利率	25.78%	28.21%	20.00%	20.35%	19.90%	20.29%	20.72%
自营		30.66%	25.52%	27.01%	26.02%	26.52%	27.02%
加盟		13.22%	11.68%	10.60%	12.18%	12.68%	13.18%
电商		46.45%	16.65%	17.05%	18%	19%	20%
委托代销		21.44%	22.32%	26.89%	22%	22%	22%
其他业务收入			79.71%	92.57%	80%	80%	80%

资料来源：wind、招商证券

五、风险提示

我们认为未来公司主要的风险因素在于金价波动风险、内地珠宝市场需求持续走弱、门店拓展效果不及预期、培育钻石业务进展不及预期等。

金价波动风险：公司目前销售占比较大的产品是黄金类产品，金价的大幅波动风险会在一定程度上影响公司的经营。金价的短期快速下跌会刺激消费需求，对冲金价下行导致的出货价格落差，但若金价长期呈现下行趋势，则消费者对于黄金品类的采购意愿可能会有所下滑，将会对公司收入业绩产生不利影响。

内地消费市场需求走弱风险：近期由于疫情对经济产生的不利影响，居民消费热情有所衰减，珠宝行业特别是镶嵌品类持续下滑，若未来市场需求持续收缩，将对公司收入业绩产生不利影响。

门店拓展速度不及预期风险：公司目前在江浙区域内外拓展门店，若未来门店展店速度放缓，或在外地市场因品牌认知度不高导致单店坪效低而引发关店等不利现象出现，将会对公司收入和业绩造成负面影响。

培育钻石业务进展不及预期风险：培育钻石目前在国内仍处于培育期，若未来消费者需求提升速度和认知度未能达到预期，对培育钻石的消费需求提升不高，或公司培育钻石业务拓展不及预期，则会对公司收入业绩造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	571	737	792	942	1189
现金	181	225	192	184	241
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	39	60	56	70	88
其它应收款	3	4	5	6	8
存货	338	442	533	673	841
其他	11	5	6	8	10
非流动资产	36	113	113	112	112
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	28	29	30	31	31
无形资产商誉	3	2	2	2	2
其他	5	82	81	80	79
资产总计	606	850	905	1054	1302
流动负债	67	83	83	161	312
短期借款	0	0	0	64	200
应付账款	26	37	45	57	72
预收账款	2	3	4	5	6
其他	39	43	34	34	34
长期负债	0	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	4	4	4	4
负债合计	67	87	88	165	316
股本	153	204	205	205	205
资本公积金	18	139	139	139	139
留存收益	368	419	473	545	641
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	539	762	817	889	985
负债及权益合计	606	850	905	1054	1302

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	85	(30)	(6)	(52)	(52)
净利润	64	70	76	95	125
折旧摊销	6	7	3	3	3
财务费用	0	(1)	(0)	(0)	(0)
投资收益	0	(1)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	15	(106)	(80)	(152)	(184)
其它	1	0	1	8	9
投资活动现金流	(6)	(65)	3	3	3
资本支出	(6)	(68)	(3)	(3)	(3)
其他投资	0	2	6	6	6
筹资活动现金流	(2)	140	(30)	42	107
借款变动	(2)	(23)	(9)	64	135
普通股增加	0	51	1	0	0
资本公积增加	0	122	0	0	0
股利分配	0	(15)	(21)	(23)	(28)
其他	(0)	4	0	0	0
现金净增加额	77	44	(33)	(8)	57

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	809	1253	1538	1949	2450
营业成本	581	1002	1232	1554	1943
营业税金及附加	9	9	10	13	17
营业费用	107	108	132	178	236
管理费用	39	56	78	95	107
研发费用	1	1	1	1	2
财务费用	0	(0)	(0)	(0)	(0)
资产减值损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	10	5	5	5	5
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	81	82	89	113	152
营业外收入	0	7	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	81	89	96	121	159
所得税	18	19	21	26	34
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	64	70	76	95	125

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-10%	55%	23%	27%	26%
营业利润	-7%	1%	8%	27%	34%
归母净利润	-2%	10%	8%	25%	32%
获利能力					
毛利率	28.2%	20.0%	19.9%	20.3%	20.7%
净利率	7.9%	5.6%	4.9%	4.9%	5.1%
ROE	12.6%	10.8%	9.6%	11.1%	13.3%
ROIC	12.6%	9.8%	8.8%	10.0%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	11.1%	10.3%	9.7%	15.7%	24.3%
净负债比率	0.0%	1.0%	0.0%	6.1%	15.3%
流动比率	8.5	8.9	9.5	5.9	3.8
速动比率	3.5	3.6	3.1	1.7	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.7	1.8	2.0	2.1
存货周转率	1.7	2.6	2.5	2.6	2.6
应收账款周转率	19.7	25.3	26.6	31.0	30.9
应付账款周转率	21.9	31.7	29.9	30.2	30.1
每股资料(元)					
EPS	0.31	0.34	0.37	0.46	0.61
每股经营净现金	0.41	-0.15	-0.03	-0.25	-0.26
每股净资产	2.63	3.73	3.99	4.35	4.82
每股股利	0.07	0.10	0.11	0.14	0.18
估值比率					
PE	40.6	36.7	34.1	27.3	20.7
PB	4.8	3.4	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	29.8	29.5	26.9	21.3	16.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。