

曼卡龙 (300945.SZ)

强烈推荐 (维持)

22年线上快速增长，期待23年全面复苏

公司是江浙地区优质的珠宝龙头品牌，线上快速增长带动22年收入同比增长29%，利润端阶段性承压。中长期看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。预计公司2022-2024年归母净利润分别为0.54亿、0.88亿、1.17亿，增速分别为-23%、64%、33%，当前市值对应23PE35X，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 2022年收入同比增长29%，但毛利率下行叠加费用端承压，22年归母净利润同比下降23%。公司披露业绩快报，2022年公司实现营业收入16.11亿元，同比增长28.63%，主要因公司持续优化线下销售渠道的同时，线上业务拓展迅速。2022年实现归母净利润0.54亿元，同比下降22.83%，主要系1) 毛利率下降：疫情等因素影响珠宝镶嵌类市场需求下降、低毛利率的素金饰品占比上升，以及大力拓展的线上业务销售毛利率相对较低；2) 期间费用率上升：通过新媒体平台对产品加大曝光及推广力度致广告品牌费用增加，人员增加及工资水平的提高致职工薪酬增加，因实施2021年股票激励计划致股份支付费用增加。

□ 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慕璨定位以悦己消费为主，借鉴主品牌经验，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。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%。2022年电商业务预计增速超过100%。

□ 盈利预测与估值。考虑到疫情之后的消费复苏，以及公司多维度提升精细化运营能力，预计公司2022-2024年归母净利润分别为0.54亿、0.88亿、1.17亿，增速分别为-23%、64%、33%，当前市值对应23PE35X，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：金价波动风险、内地珠宝市场需求走弱、门店拓展效果不及预期、培育钻石业务进展不及预期等。

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：15.0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)	31
流通市值(亿元)	11
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	2	-12	-11
相对表现	1	-11	-1



相关报告

1、《曼卡龙(300945)深度：区域珠宝龙头，培育钻石打造第二成长曲线》2022-11-02

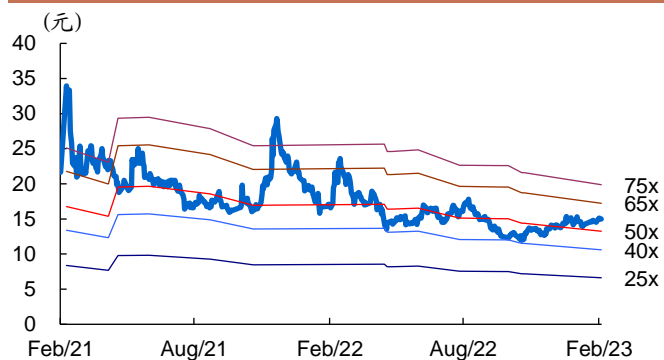
刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
宋盈盈 S1090520080001
songyingying@cmschina.com.cn
丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
赵中平 S1090521080001
zhaozhongping@cmschina.com.cn
李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	809	1253	1611	1953	2370
同比增长	-10%	55%	29%	21%	21%
营业利润(百万元)	81	82	61	105	142
同比增长	-7%	1%	-26%	72%	36%
归母净利润(百万元)	64	70	54	88	117
同比增长	-2%	10%	-23%	64%	33%
每股收益(元)	0.31	0.34	0.26	0.43	0.57
PE	48.2	43.7	57.0	34.9	26.1
PB	5.7	4.0	3.9	3.5	3.2

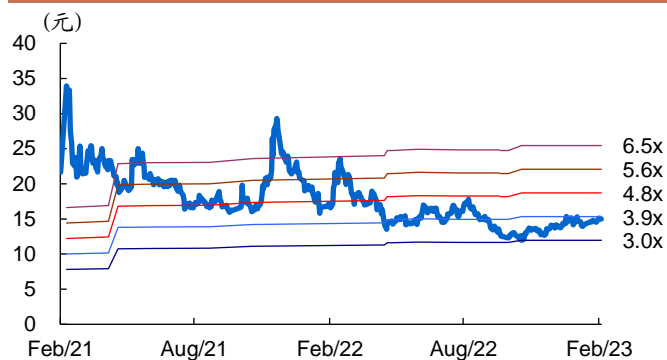
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 曼卡龙历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 曼卡龙历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

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	774	862	966
现金	181	225	225	251	267
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	46	56	68
其它应收款	3	4	5	6	8
存货	338	442	490	540	614
其他	11	5	7	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	887	974	1078
流动负债	67	83	87	97	110
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	26	37	49	58	70
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	91	102	115
股本	153	204	205	205	205
资本公积金	18	139	139	139	139
留存收益	368	419	451	529	620
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	539	762	795	873	964
负债及权益合计	606	850	887	974	1078

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	85	(30)	33	35	40
净利润	64	70	54	88	117
折旧摊销	6	7	3	3	3
财务费用	0	(1)	(0)	(0)	(0)
投资收益	0	(1)	0	(5)	(5)
营运资金变动	15	(106)	(21)	(56)	(81)
其它	1	0	(3)	5	6
投资活动现金流	(6)	(65)	(3)	2	2
资本支出	(6)	(68)	(3)	(3)	(3)
其他投资	0	2	0	5	5
筹资活动现金流	(2)	140	(30)	(11)	(26)
借款变动	(2)	(23)	(9)	0	0
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)	(11)	(26)
其他	(0)	4	0	0	0
现金净增加额	77	44	0	26	16

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	809	1253	1611	1953	2370
营业成本	581	1002	1314	1572	1895
营业税金及附加	9	9	11	13	16
营业费用	107	108	145	178	213
管理费用	39	56	77	88	107
研发费用	1	1	1	1	1
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	0	5	5
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	81	82	61	105	142
营业外收入	0	7	8	8	8
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	81	89	69	112	150
所得税	18	19	15	24	33
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	64	70	54	88	117

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-10%	55%	29%	21%	21%
营业利润	-7%	1%	-26%	72%	36%
归母净利润	-2%	10%	-23%	64%	33%
获利能力					
毛利率	28.2%	20.0%	18.4%	19.5%	20.1%
净利率	7.9%	5.6%	3.3%	4.5%	5.0%
ROE	12.6%	10.8%	6.9%	10.6%	12.8%
ROIC	12.6%	9.8%	6.1%	9.8%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	11.1%	10.3%	10.3%	10.4%	10.6%
净负债比率	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.5	8.9	8.9	8.9	8.8
速动比率	3.5	3.6	3.3	3.3	3.2
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3
存货周转率	1.7	2.6	2.8	3.1	3.3
应收账款周转率	19.7	25.3	30.3	38.4	38.4
应付账款周转率	21.9	31.7	30.8	29.5	29.6
每股资料(元)					
EPS	0.31	0.34	0.26	0.43	0.57
每股经营净现金	0.41	-0.15	0.16	0.17	0.20
每股净资产	2.63	3.73	3.89	4.27	4.71
每股股利	0.07	0.10	0.05	0.13	0.17
估值比率					
PE	48.2	43.7	57.0	34.9	26.1
PB	5.7	4.0	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	35.5	35.2	46.1	27.5	20.4

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。

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。