

电商快速增长，抢占黄金 珠宝首饰线上化红利

核心观点

23Q1 营收增长 2.67%，归母净利润、扣非归母净利润增长 29.27%、24.21%，主要系公司推出差异化产品且线上内容引流转化率提升带动毛利率水平提升。22 年营收增长 28.6%，股权激励支付和新品牌建设投入影响下业绩承压，其中天猫和微商城渠道带动电商持续高增，22 年电商营收 6.14 亿元/+138.8%、营收占比 38%。展望 2023 年，线下需求逐步复苏，电商渠道抢占珠宝首饰线上化、有望高增，数字化驱动管理和运营能力提升。

事件

公司发布 2023 年一季报：2023Q1 营收为 3.45 亿元/+2.67%，归母净利润为 2661.1 万元/+29.27%，扣非归母净利润为 2545.5 万元/+24.21%，经营活动净现金流为 0.24 亿元（去年同期为-0.29 亿元），ROE（加权）为 3.23%/+0.57pct，EPS（基本）为 0.13 元/股、同比+30%。

公司发布 2022 年年报：2022 年营收为 16.10 亿元/+28.57%，归母净利润为 5442.9 万元/-22.56%，扣非归母净利润为 5106.5 万元/-15.32%，经营活动净现金流为 0.34 亿元（去年同期为-0.30 亿元），ROE（加权）为 6.95%/-3.04pct，EPS（基本）为 0.27 元/股、同比-25%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.06 元（含税）。

简评

23Q1 营收稳健、业绩亮眼，产品结构变化带动盈利能力。23Q1 营收增长 2.67%，归母净利润、扣非归母净利润分别增长 29.27%、24.21%，主要系公司推出差异化产品优化结构且线上内容引流转化率提升带动毛利率水平提升，2023Q1 公司毛利率为 23.21%/+0.95pct，2023Q1 公司净利率为 7.70%/+1.57pct。

2022 年营收增长 28.6%，股权激励支付和新品牌建设投入影响下业绩承压。2022 年公司营收同增 28.57%，其中 Q4 营收 5.28 亿元/+40.03%，得益于双十一线上优异表现；2022 年归母净利润同比-22.56%，Q4 同比-49.79%，主要系 1) 低毛利率的黄金饰品占比提升，其中 22 年黄金产品营收 13.39 亿元/+40.89%，营收占比 83.15%/+7.27pct，22 年镶嵌饰品营收 2.59 亿元/-13.03%，营收占比为 16.1%/-7.7pct。2022 年毛利率为 16.59%/-3.41pct，2) 公司

曼卡龙 (300945.SZ)

维持

增持

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521100001

发布日期：2023 年 05 月 12 日

当前股价：14.61 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.86/-1.62	-3.44/-3.80	-2.01/-9.00
12 月最高/最低价 (元)		17.82/11.96
总股本 (万股)		20,457.80
流通 A 股 (万股)		7,651.49
总市值 (亿元)		29.89
流通市值 (亿元)		11.18
近 3 月日均成交量 (万)		576.51
主要股东		
浙江万隆曼卡龙投资有限公司		48.53%

股价表现



相关研究报告

2022-08-18

【中信建投轻工纺服及教育】曼卡龙 (300945):电商高增、培育钻石启航,拟定增加快发展

22 年对于新品牌慕璨进行投入（持股 85%，22 年亏损 516 万元），3）22 年公司股权激励费用增加 472 万。

天猫和微商城渠道带动电商持续高增，22 年电商营收占比 38%。分渠道看，2022 年直营店、电商、专柜、加盟营收 1.50、6.14、4.67、3.64 亿元，分别同比+5.21%、+138.79%、-4.76%、+4.56%，其中：**1) 线上渠道：**2022 年营收占比为 38.1%/+17.6pct，公司通过现有渠道深度合作、新渠道拓展、直播带货等营销方式全面提升线上销售规模，其中天猫渠道营收 3.47 亿元/+725.33%，其他/微商城（如微盟店、曼卡龙云商城、有赞商城和京东等）营收 2.50 亿元/+178.71%。**2) 线下渠道：**公司在核心城市的核心商圈开设直营店，其他地方拓展加盟，提升线下门店的体验感促进线上销售，全渠道协同发展。

疫情影响 22 年开店节奏，线下门店有望持续扩张。截止 2022 年底，公司终端门店覆盖浙江、江苏、安徽、湖北、陕西等区域，数量共计 210 家/净增 4 家，其中新增门店 54 家、关闭门店 50 家。从单店数据看，镶嵌首饰受行业需求疲软影响，自营门店和加盟门店镶嵌营收均有所下降，2022 年公司直营+专柜平均单店收入为 701.88 万元/+4.13%；加盟单店营收 325.30 万元/-19.71%。

推出培育钻石品牌慕璨，定增募资方案获批准。公司于 22 年 3 月设立合资公司慕璨珠宝，发展培育钻石业务，2022 年 8 月正式在天猫旗舰店上架。且 2023 年 3 月，公司定增方案获得证监会通过，拟募资不超过 7.16 亿元，用于投资建设“曼卡龙@Z 概念店”、全渠道珠宝一体化综合平台建设项目、“慕璨”品牌及创意推广项目，通过此次募投，整合资源、打通渠道，面对 Z 世代消费人群，从而提升公司竞争力，扩大品牌知名度和影响力。

展望 2023 年，线下需求逐步复苏、电商有望高增，数字化驱动管理和运营能力提升。伴随着线下消费场景复苏，公司将优化自营门店管理、加盟商管理以及供应商管理，加大市场开拓力度，预计 23 年开店将提速；公司坚持用数据驱动运营和管理，2019 年基于阿里云架构的业务中台系统上线，逐步实现从供应端到销售的数据透明化，大数据助力公司对产品内容进行深度挖掘，结合新媒体传播方式，实现精准营销。根据欧睿数据，目前黄金珠宝品类线上渠道占比自 2017 年的 5.4% 提升至 2021 年的 9.9%，黄金饰品化趋势下，设计感较强且客单价较低的悦己产品在线上渠道占比逐步提升，后续天猫、抖音等线上电商渠道发展潜力较大。

投资建议：预计 2023-2025 年公司营收为 20.02、24.37、29.10 亿元，同比增长 24.3%、21.8%、19.4%；归母净利润为 0.84、1.08、1.36 亿元，同比+53.5%、+29.4%、+25.7%，对应 23-25PE 为 36、28、22X，维持“增持”评级。

风险提示：1) 市场竞争加剧的风险：近年来中国珠宝首饰市场持续发展，相关市场竞争不断加剧。目前珠宝首饰的消费需求已朝着个性化、多样化方向发展。当前中国珠宝首饰行业已经呈现出差异化竞争局面，行业内优秀企业通过深度挖掘特定群体的消费偏好，在某一细分领域形成竞争优势。市场竞争逐步从价格竞争转为品牌、商业模式、营销渠道、产品设计和质量的综合竞争，竞争趋于激烈。在未来发展中，若公司不能持续发挥自身优势，将存在因行业竞争加剧造成盈利能力下降的风险。2) 市场需求下降风险：我国是当前世界上最重要的珠宝首饰生产国和消费国之一。在我国经济持续快速增长和人均收入水平不断提高的背景下，人们在满足基本生活需要的基础上，逐渐增加了对高档消费品的消费，兼具保值属性和彰显个性的珠宝首饰，成为中国居民的消费热点，有效拉动了国内的珠宝首饰消费，促进了行业的快速发展。但珠宝首饰作为可选择性消费，其对市场需求、经济前景展望和消费者偏好尤其敏感。近年来我国宏观经济下行、消费需求不足等给珠宝首饰行业发展带来了较大压力，随着消费者实际或预期收入的减少，人们会主动收缩消费，调整家庭的资产构成，减少非必要的珠宝首饰支出。因此，若未来经济增速放缓，将导致珠宝首饰消费需求减少，从而对公司经营状况带来不利影响。

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	736.53	767.77	913.49	1,027.51	1,160.87
现金	225.15	211.06	236.98	263.80	300.05
应收票据及应收账款合计	60.17	37.51	79.58	96.89	115.68
其他应收款	4.08	4.24	6.15	7.49	8.94
预付账款	1.92	8.33	11.71	14.26	17.03
存货	441.94	447.88	509.33	563.09	623.91
其他流动资产	3.26	58.74	69.74	81.97	95.25
非流动资产	113.21	103.71	87.98	72.24	57.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	43.74	90.84	76.63	62.41	48.19
无形资产	2.27	1.48	1.24	0.99	0.74
其他非流动资产	67.20	11.39	10.11	8.83	8.81
资产总计	849.73	871.48	1,001.47	1,099.74	1,218.61
流动负债	82.83	56.31	132.69	161.08	191.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	36.98	16.44	52.19	63.35	75.37
其他流动负债	45.85	39.87	80.51	97.73	116.29
非流动负债	4.49	4.77	3.37	2.06	0.87
长期借款	4.48	4.76	3.36	2.05	0.86
其他非流动负债	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
负债合计	87.32	61.08	136.06	163.14	192.53
少数股东权益	0.00	0.59	0.12	-0.49	-1.26
股本	204.00	204.58	204.58	204.58	204.58
资本公积	139.49	153.29	153.29	153.29	153.29
留存收益	418.92	451.93	507.42	579.22	669.47
归属母公司股东权益	762.42	809.81	865.29	937.10	1,027.35
负债和股东权益	849.73	871.48	1,001.47	1,099.74	1,218.61

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-30.18	34.54	56.03	64.93	83.39
净利润	70.29	53.52	83.07	107.51	135.12
折旧摊销	15.94	20.54	15.74	15.74	14.49
财务费用	-0.01	1.18	-0.59	-0.75	-0.92
投资损失	-1.05	-0.32	-0.45	-0.45	-0.45
营运资金变动	-120.67	-48.64	-43.42	-58.81	-66.54
其他经营现金流	5.33	8.26	1.68	1.68	1.68
投资活动现金流	-65.46	-54.32	-1.23	-1.23	-1.23
资本支出	67.91	6.94	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-13.50	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-133.38	-47.76	-1.23	-1.23	-1.23
筹资活动现金流	139.88	-29.50	-28.87	-36.88	-45.91
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	4.48	0.28	-1.40	-1.31	-1.19
其他筹资现金流	135.40	-29.79	-27.47	-35.57	-44.73
现金净增加额	44.23	-49.28	25.93	26.81	36.25

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,252.54	1,610.37	2,001.70	2,437.29	2,909.94
营业成本	1,002.02	1,343.28	1,659.88	2,014.98	2,397.14
营业税金及附加	8.52	15.79	19.62	23.89	28.53
销售费用	107.93	125.30	154.13	185.23	221.16
管理费用	55.96	61.56	74.06	88.96	104.76
研发费用	0.78	0.86	1.07	1.30	1.55
财务费用	-0.01	1.18	-0.59	-0.75	-0.92
资产减值损失	-0.12	-0.73	-0.91	-1.11	-1.33
信用减值损失	-1.08	0.75	0.93	1.14	1.36
其他收益	4.98	3.58	6.20	6.20	6.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.05	0.32	0.45	0.45	0.45
资产处置收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	82.18	66.34	100.20	130.35	164.40
营业外收入	7.44	0.17	2.56	2.56	2.56
营业外支出	0.15	0.50	0.30	0.30	0.30
利润总额	89.46	66.01	102.46	132.61	166.66
所得税	19.18	12.49	19.39	25.09	31.54
净利润	70.29	53.52	83.07	107.51	135.12
少数股东损益	0.00	-0.91	-0.47	-0.61	-0.77
归属母公司净利润	70.29	54.43	83.54	108.12	135.89

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	54.90	28.57	24.30	21.76	19.39
营业利润(%)	0.90	-19.27	51.05	30.08	26.13
归属于母公司净利润(%)	10.43	-22.56	53.49	29.42	25.68
获利能力					
毛利率(%)	20.00	16.59	17.08	17.33	17.62
净利率(%)	5.61	3.38	4.17	4.44	4.67
ROE(%)	9.22	6.72	9.66	11.54	13.23
ROIC(%)	14.71	8.21	10.74	12.84	14.64
偿债能力					
资产负债率(%)	10.28	7.01	13.59	14.83	15.80
净负债比率(%)	-28.94	-25.46	-27.00	-27.95	-29.16
流动比率	8.89	13.63	6.88	6.38	6.06
速动比率	3.49	4.73	2.53	2.37	2.29
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.85	2.00	2.22	2.39
应收账款周转率	20.82	42.93	25.15	25.15	25.15
应付账款周转率	27.10	81.70	31.81	31.81	31.81
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.27	0.41	0.53	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	0.17	0.27	0.32	0.41
每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.96	4.23	4.58	5.02
估值比率					
P/E	42.52	54.91	35.78	27.64	21.99
P/B	3.92	3.69	3.45	3.19	2.91
EV/EBITDA	39.80	33.94	25.02	20.03	16.46

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺织及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究，4 年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk