

► **专注于珠宝品牌建设，聚焦年轻消费群体。**曼卡龙成立于2009年，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，在浙江省内具有较高的知名度和美誉度，在珠宝首饰行业属于进一步向全国拓展的区域性强势品牌。2017-2021年，公司营业收入及归母净利润整体上呈现上行趋势，四年CAGR分别为10.59%与12.54%。①**按产品分类**，素金饰品收入占比较高，其收入波动较大，镶嵌类饰品收入规模较为稳定；②**按渠道分类**，直营业务的收入逐年下降，2021年增长来自于电商业务的快速发展；专柜和加盟业务收入不断提升，2021年分别占营业总收入的39.19%与27.82%。

► **“爱尚”系列重点战略布局，品牌影响力持续提升。**①**素金饰品方面**，计克重黄金受国际金价波动影响较大，公司重点发力爱尚金等计件黄金产品，2022H1素金饰品的收入占比增长至80.13%。爱尚金产品收入及占比稳步提升，素金饰品的产品结构调整带动毛利率上行。②**镶嵌类饰品方面**，爱尚炫收入占比稳步提升，产品种类不断丰富。2022H1由于疫情反复的冲击，镶嵌珠宝的市场需求出现萎缩，公司的镶嵌类饰品的销售额同比下滑。

► **渠道深化+营销推广+数据驱动，提高品牌声量。**①**自营业务**：整体收入占比下降，电商业务收入比例有较快提升。2022H1线上业务实现营业收入2.01亿元，同比增长73.91%，占主营业务收入的28.66%，因为公司通过天猫等渠道开展深度合作，同时开拓拼多多等线上渠道，扩展线上销售规模。②**加盟业务**：加大加盟业务发展力度，终端门店数量不断扩张。公司的开店策略是在核心城市的核心商圈开设直营店，在其他地区拓展加盟。

► **成立培育钻石品牌慕璨，定位“智性消费者”。**“悦己”需求成为钻石的重要应用场景，培育钻石有望凭借高性价比、环保友好等属性进一步抢占天然钻石的市场份额。2022年3月17日，为推动公司向培育钻石业务领域的发展，提升公司的盈利能力与核心竞争力，公司成立培育钻石子品牌慕璨“OWNSHINE”，是以培育钻石为核心，打造以时尚穿搭珠宝为理念的创新型珠宝品牌。

► **发布定增募投计划，再添发展新动能。**2022年8月12日，公司拟向特定对象发行股票拟募集资金金额不超过7.16亿元，其中，拟投入2.88亿元用于建设“曼卡龙@Z概念店”终端建设项目，3.40亿元用于全渠道珠宝一体化综合平台建设项目，0.88亿元用于“慕璨”品牌及创意推广项目，整合资源，打通渠道，打造“Z世代”消费人群喜爱的产品；用数据驱动经营和管理，实现业务链升级。

► **投资建议：**我们预计公司2022-2024年分别实现归母净利润0.79、0.98与1.25亿元，8月16日收盘价对应PE分别为44、36与28倍。公司定增募投计划聚焦主业的同时，推广多渠道建设与数据运营管理，培育钻石品牌慕璨有望提供新的利润增长点，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争格局恶化，定增募投计划不及预期，门店扩张速度不及预期，市场需求与新品推广不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1253	1577	2002	2562
增长率(%)	54.9	25.9	27.0	28.0
归属母公司股东净利润(百万元)	70	79	98	125
增长率(%)	10.4	11.8	24.3	27.5
每股收益(元)	0.34	0.39	0.48	0.61
PE	50	44	36	28
PB	4.6	4.3	3.9	3.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2022年8月16日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

17.10元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书: S0100522080003

电话: 17621823792

邮箱: zhengzizhou@mszq.com

目录

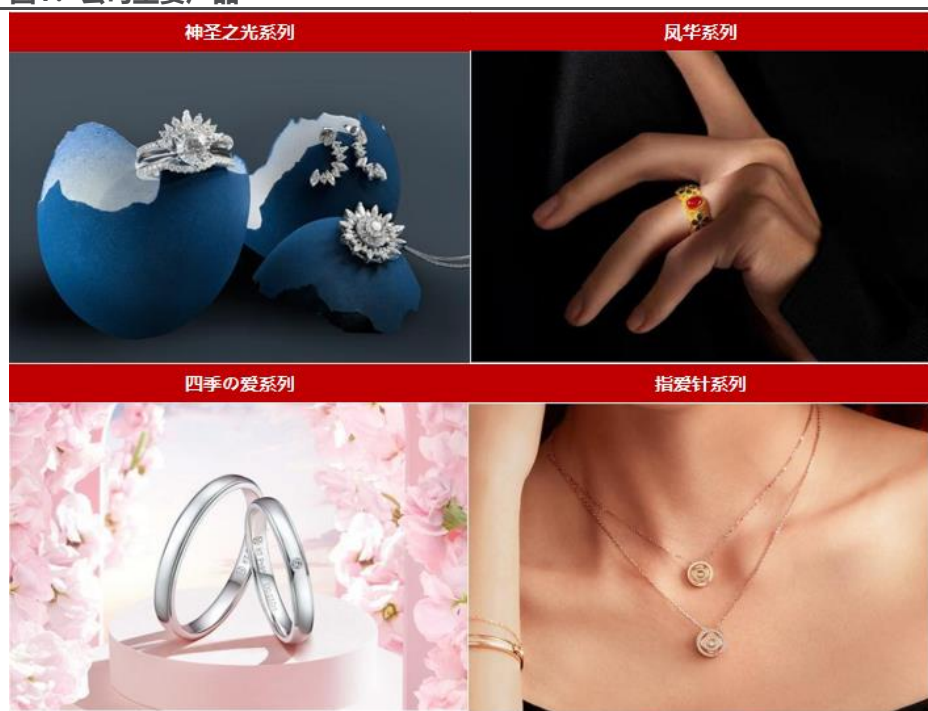
1 曼卡龙：地域性强势品牌，聚焦年轻消费群体	3
1.1 定位“每一天的珠宝”，以素金及镶嵌饰品为主	3
1.2 营收与业绩增速稳定，费用率水平控制良好	5
2 “爱尚”系列重点战略布局，品牌影响力持续提升	8
3 渠道深化+营销推广+完善供应链，提高品牌声量	11
3.1 自营与加盟相结合，线上业务加速扩张	11
3.2 多平台同步营销推广，带动品牌精准获客	13
3.3 完善供应链体系，用数据驱动经营与管理	13
4 成立培育钻石品牌慕璨，定位“智性消费者”	14
5 发布定增募投计划，再添发展新动能	17
6 盈利预测与投资建议	18
6.1 盈利预测假设与业务拆分	18
6.2 估值分析与投资建议	20
7 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 曼卡龙：地域性强势品牌，聚焦年轻消费群体

1.1 定位“每一天的珠宝”，以素金及镶嵌饰品为主

专注于珠宝品牌建设，聚焦年轻消费群体。曼卡龙成立于2009年，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，在浙江省内具有较高的知名度和美誉度，在珠宝首饰行业属于进一步向全国拓展的区域性强势品牌。公司拥有“MCLON 曼卡龙”、高端珠宝品牌“喜卉”、培育钻石品牌“慕璨”等珠宝首饰品牌，定位于“每一天的珠宝”，以都市时尚女性为目标消费人群，主营业务收入来源于素金饰品及镶嵌饰品，主要产品为“三爱一钻”即“爱尚金”、“爱尚炫”、“爱尚彩”以及锦绣金和钻石饰品。其中，“爱尚金”属于素金饰品，产品系列根据设计、工艺等按件定价；“爱尚炫”、“爱尚彩”以及钻石饰品均属于镶嵌饰品；锦绣金主要是黄金手镯，以及宫廷花丝系列、风华系列等产品。

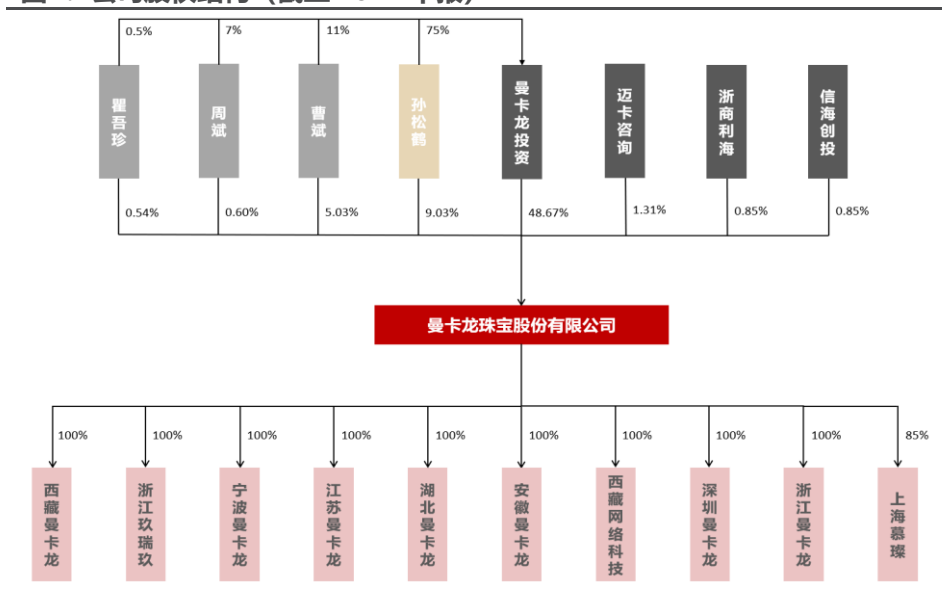
图1：公司主要产品



资料来源：公司公告，民生证券研究院

实际控制人股权集中度高，公司治理水平较高。根据公司公告，董事长孙松鹤直接持有公司9.03%的股份，并通过其实际控制的曼卡龙投资间接持有公司36.51%的股份，合计共持有45.53%的股份。前10大股东中，曹斌为公司董事，周斌为公司监事，分别持有公司10.4%、4.0%的股份，核心管理人员与公司利益相一致，有利于提升公司的管理能力与治理水平。

图2：公司股权结构（截至 2022 中报）



资料来源：wind，民生证券研究院

建立完善激励机制，在公司及个人层面设置考核指标。公司于 2021 年审议通过限制性股票激励计划，向包括吴长峰、王娟娟、许恬及核心管理成员、核心技术人员在内的共 13 名激励对象授予 246.00 万股限制性股票。同时，激励计划制定了在公司层面的业绩考核要求，2021-2023 年的年度净利润相对于 2020 年净利润增长率的目标值分别为 15.00%、32.25%与 52.0875%，其中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；年度营业收入相对于 2020 年营业收入增长率的目标值分别为 20.00%、44.00%与 72.80%。通过建立完善且长效的股权激励机制可以锁定核心管理人员利益，充分调动员工积极性，增强公司治理的一致性，实现业务绩效提高。

表1：公司首次授予股权激励的净利润及营业收入目标值

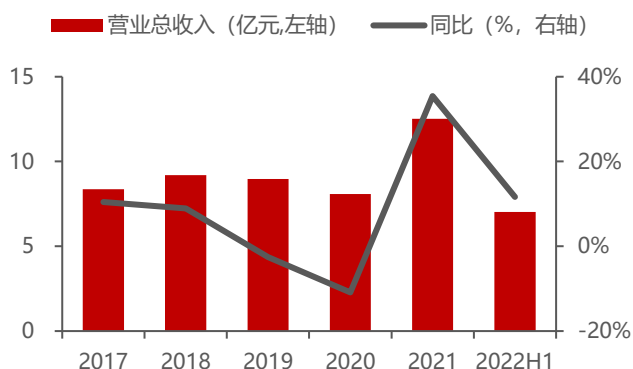
归属期	对应考核年度	年度净利润相对于 2020 年净利润增长率的目标值	年度营业收入相对于 2020 年营业收入增长率的目标值
		指标权重 40%	指标权重 60%
第一个归属期	2021 年	15.00%	20.00%
第二个归属期	2022 年	32.25%	44.00%
第三个归属期	2023 年	52.0875%	72.80%

资料来源：公司公告，民生证券研究院（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。）

1.2 营收与业绩增速稳定，费用率水平控制良好

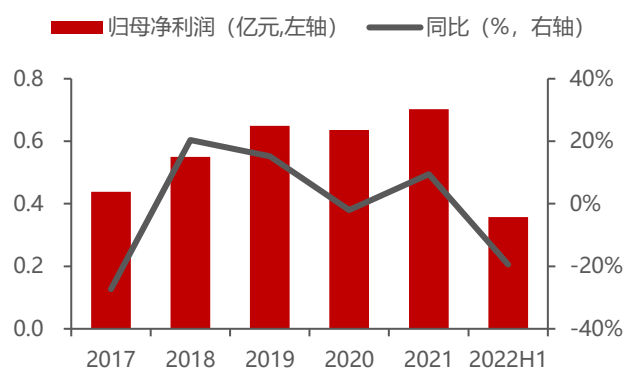
2017-2021 年，公司的营业收入及归母净利润整体上呈现上行趋势，四年 CAGR 分别为 10.59%与 12.54%。随着公司对于“爱尚”系列产品的发力推广，“三爱一钻”业务占比提升，围绕着“轻时尚”的品牌发展战略，产品结构得到了进一步的调整，公司营业收入增速稳定，从 2017 年的 8.37 亿元稳步增长到 2021 年的 12.53 亿元。①按产品分类，素金饰品的收入占比较高，其收入的波动较大，而镶嵌类饰品的收入规模较为稳定；②按渠道分类，直营业务的收入逐年下降，2021 年的增长来源于电商业务的快速发展，专柜和加盟业务收入不断提升，2021 年分别占营业总收入的 39.19%与 27.82%。

图3：2017-2022H1 营业收入及同比变动



资料来源：公司公告，曼卡龙招股说明书，民生证券研究院

图4：2017-2022H1 归母净利润及同比变动



资料来源：公司公告，曼卡龙招股说明书，民生证券研究院

表2：按产品及渠道分类收入

单位：亿元		2017	2018	2019	2020	2021
按产品分类						
素金饰品	收入	5.08	5.56	5.75	5.06	9.5
	YoY	13.90%	9.45%	3.42%	-12.00%	87.75%
	占比	60.69%	60.43%	64.10%	62.55%	75.82%
镶嵌类饰品	收入	3.25	3.61	3.17	2.99	2.98
	YoY	8.70%	11.08%	-12.19%	-5.68%	-0.33%
	占比	38.83%	39.24%	35.34%	36.96%	23.78%
按渠道分类						
直营 (含电商)	收入	2.37	2.43	2.17	2.12	4.00
	YoY	-29.35%	2.53%	-10.81%	-2.42%	88.69%
	占比	28.50%	26.54%	24.34%	26.20%	31.92%
专柜	收入	3.64	3.76	4.15	3.74	4.91
	YoY	21.10%	3.11%	10.35%	-9.81%	31.28%
	占比	43.75%	40.97%	46.47%	46.24%	39.19%
加盟	收入	1.99	2.45	2.33	2.14	3.48
	YoY	44.84%	23.02%	-4.83%	-8.23%	62.90%
	占比	23.90%	26.71%	26.13%	26.45%	27.82%

资料来源：公司公告，曼卡龙招股说明书，民生证券研究院

2022H1 公司的营业收入同比增长，归母净利润略有萎缩。2022H1，公司的营业收入同比增长 11.68%至 7.03 亿元。**①分产品看**，素金饰品销售收入同比增长 20.82%，镶嵌饰品收入同比下降 15.30%；**②分区域看**，杭州地区受到今年上半年的疫情影响，收入同比下滑 11.89%；**③分渠道看**，收入的增长主要来自电商销售模式的快速增长，2022H1 电商收入同比增长 73.91%至 1.67 亿元。2022H1，公司实现归母净利润 0.36 亿元，同比下滑 19.43%，利润下降的原因包括疫情影响导致销售未达预期，而门店中固定费用支出的比例较大，叠加珠宝行业大环境的影响，毛利率较低的计克类黄金产品销售占比提升，使得整体的毛利率下降，对利润水平造成了一定影响。

表3：2020H1-2022H1 营业总收入、归母净利润及收入拆分

单位：亿元		2020H1	2021H1	2022H1
营业总收入		3.73	6.29	7.03
YoY		83.72%	168.43%	111.68%
归母净利润		0.32	0.44	0.36
YoY			40.45%	-19.43%
按产品分类				
素金饰品	收入	2.30	4.66	5.63
	YoY		102.61%	20.82%
	占比	61.58%	74.08%	80.13%
镶嵌类饰品	收入	1.41	1.60	1.36
	YoY		13.48%	-15.00%
	占比	37.75%	25.43%	19.36%
按渠道分类				
直营（含电商）	收入	1.12	1.85	2.77
	YoY		65.54%	49.36%
	占比	30.00%	29.48%	39.43%
专柜	收入	1.71	2.74	2.42
	YoY		60.56%	-11.78%
	占比	45.76%	43.62%	34.46%
加盟	收入	0.86	1.65	1.78
	YoY		92.47%	8.31%
	占比	22.91%	26.18%	25.39%

资料来源：公司公告，曼卡龙招股说明书，民生证券研究院

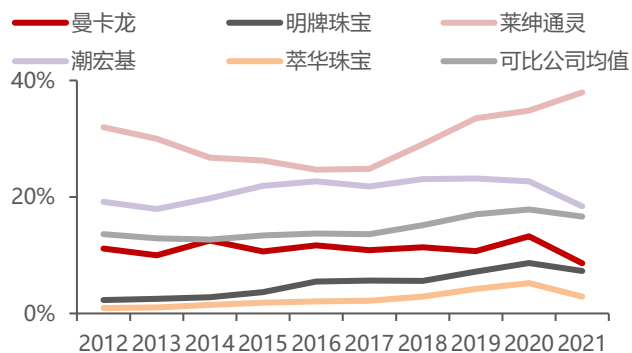
公司的盈利能力较为稳定，费用水平控制良好。2017-2022H1，公司的销售毛利率与销售净利率分别稳定在 20%与 5%以上的水平。分产品来看，镶嵌类饰品的毛利率显著高于素金饰品，且有不断上行的趋势，素金饰品的毛利率波动较大，在 12%-20%之间。2017-2022H1，公司的销售费用率保持在 8%-12%的水平，2021 年销售费用率的下行主要因为销售费用变动不大，而营业收入同比增长 35.44%；公司的管理费用率整体上行，由 2012 年的 3.09%增长到 2022H1 的 4.53%，2021 年及 2022H1 管理费用增长较快主要因薪酬增长和股份支付所致；公司的研发费用率处于较低水平，财务费用率呈现逐年下降趋势。

表4：2017-2022H1 公司的销售毛利率、销售净利率及期间费用率情况

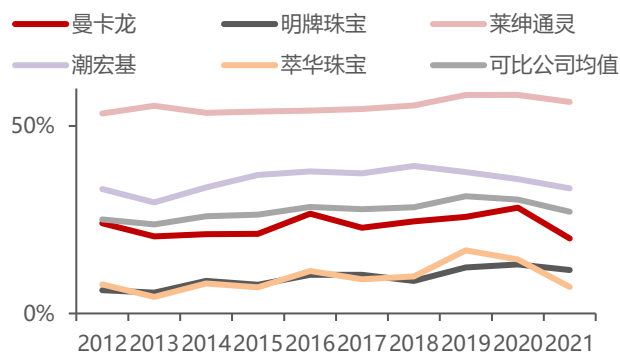
	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
销售毛利率	22.87%	24.57%	25.78%	28.21%	20.00%	20.35%
按产品分类						
素金饰品	12.80%	13.49%	16.70%	19.57%	12.21%	13.68%
镶嵌类饰品	37.54%	41.00%	41.64%	42.14%	44.30%	45.59%
销售净利率	5.23%	5.98%	7.24%	7.87%	5.61%	5.04%
销售费用率	10.89%	11.37%	10.72%	13.24%	8.62%	8.64%
管理费用率	3.94%	3.81%	4.10%	4.80%	4.47%	4.53%
研发费用率	0.05%	0.05%	0.10%	0.13%	0.06%	0.05%
财务费用率	0.17%	0.15%	0.16%	0.01%	0.00%	0.08%

资料来源：公司公告，曼卡龙招股说明书，民生证券研究院

公司的销售费用率低于可比公司均值，销售毛利率接近平均水平。明牌珠宝为浙江企业，主要产品包括黄金饰品、铂金饰品及镶嵌饰品，潮宏基主要从事珠宝首饰和时尚女包的运营与管理，萃华珠宝以珠宝饰品设计、加工、批发和零售为主，莱绅通灵从事钻石和翡翠等珠宝首饰产品的零售，以上企业均在 A 股上市，且市值规模与公司具有可比性，因此作为可比公司进行财务分析，公司的销售费用率低于可比公司均值，而销售毛利率接近平均水平。

图5：销售费用率低于可比公司均值


资料来源：wind，民生证券研究院

图6：销售毛利率接近可比公司均值


资料来源：wind，民生证券研究院

2 “爱尚”系列重点战略布局，品牌影响力持续提升

公司的主要产品分为素金饰品及镶嵌类饰品两大类。公司的素金饰品分为传统黄金产品、爱尚金、锦绣金等，其中，公司的传统黄金产品采用按克售卖的方式；

“爱尚金”的款式更新迅速，与传统的黄金有较大的视觉差异，由黄金或黄金与其他材质构成，通过3D硬金、拉丝、喷沙等现代技术加工而成，在设计上紧跟流行趋势的时尚黄金，产品中包括定位于时尚素金的“三生石头系列”、定位于时尚混搭的“奇幻自然系列”、北欧物语系列、极简几何系列与八戒系列，产品根据设计、工艺等按件定价；“锦绣金”中的高工艺金以花丝系列为代表，以手工花丝工艺作为其核心卖点。

图7：公司素金饰品系列



资料来源：曼卡龙招股说明书，民生证券研究院

公司的镶嵌类饰品分为婚钻、情侣戒、爱尚炫与爱尚彩四大品类。婚钻的代表产品包括生而为爱系列、红线系列、神圣之光，定位于婚庆市场；情侣戒的蜜语系列以现代简约时尚的设计与精美的工艺赢得很多年轻人的喜爱；“爱尚炫”由K金加小粒群钻组成，分别用K白、K黄和K红火混合搭配来表现产品的时尚性与个性化属性，代表产品包括假日系列的时尚钻石、小恶魔、LADY DREAM 日月系列、萤火·物语系列与许愿星；“爱尚彩”的代表作品为采用彩色宝石点缀镶嵌的玲珑犀利，通过多色宝石的独特设计与颜色搭配来实现产品的时尚感。

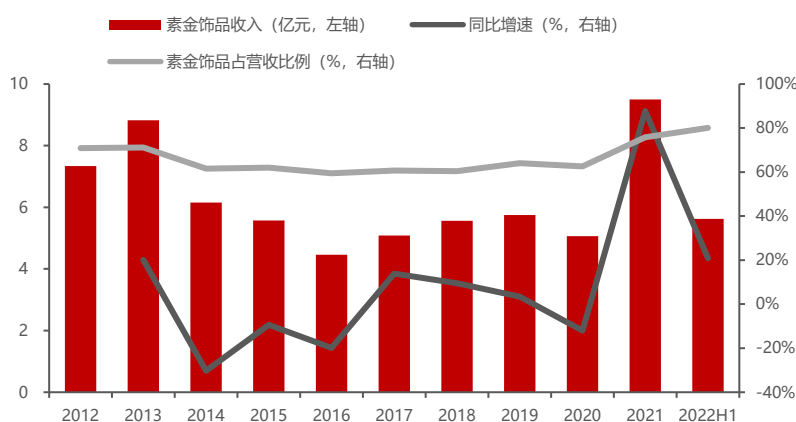
图8：公司镶嵌类饰品产品系列



资料来源：曼卡龙招股说明书，民生证券研究院

计克重黄金受国际金价波动影响较大，公司重点发力爱尚金等计件黄金产品。
2012-2014年，公司素金饰品收入占主营业务收入的比例较高，2013年受到国际金价变动影响，黄金投资属性驱动下素金饰品的消费量上行，提前透支了黄金的投资需求，此外，2014及2015年国际金价处于震荡行情中，公司素金饰品中计克类黄金饰品的销售价格随之下降，2014-2016年，素金饰品收入分别同比下降30.27%、9.43%与19.93%；2017-2019年，公司素金饰品收入逐年递增，一是来源于黄金单价上涨促进销售收入提升，二是公司加快对于线上和线下渠道的铺设。2021年素金饰品的收入占比增长到75.82%，2022H1继续上行至80.13%。

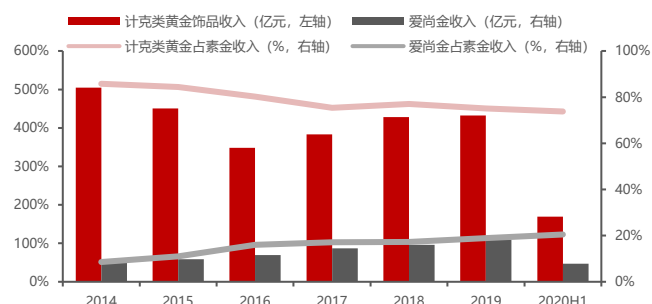
图9：素金饰品收入占主营业务收入的比例较高



资料来源：wind，曼卡龙招股说明书，公司公告，民生证券研究院

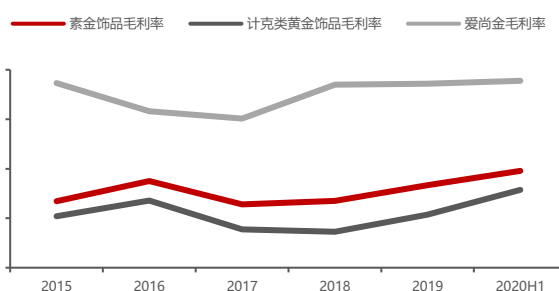
爱尚金产品收入及占比稳步提升，素金饰品的产品结构调整带动毛利率上行。
爱尚金为计件类黄金饰品，具有高附加值，锦绣金为高工费计克类黄金饰品，毛利率均高于一般的计克类黄金饰品。2014-2016年，公司提出了提高“三爱一钻”占比的业务发展战略，缩减传统黄金饰品销量，使得计克类黄金饰品的收入下降；2017-2019年，主要受到黄金单价的上涨的影响，素金饰品的销售收入提升，同时随着公司将毛利率较高的爱尚金作为重点推广的产品，并将年轻时尚的设计感融入到传统的黄金类饰品中，素金饰品的毛利率整体上呈现上行趋势，而高工艺费的锦绣金占比提升带动了计克类黄金的毛利率上行。

图10：计克类黄金、爱尚金收入及占素金饰品收入的比例



资料来源：wind，曼卡龙招股说明书，公司公告，民生证券研究院

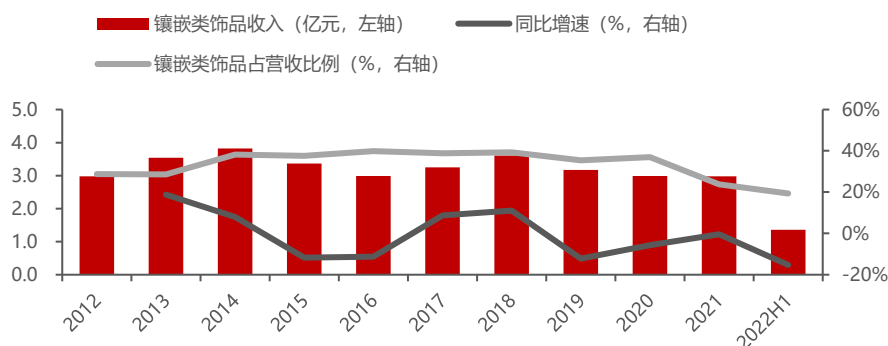
图11：产品结构调整带动素金饰品毛利率上行



资料来源：wind，曼卡龙招股说明书，公司公告，民生证券研究院

大力推广“爱尚”系列产品，品牌知名度与认可度得到不断提升。2012-2014年，公司的镶嵌类饰品的收入持续增加，主要得益于公司将毛利率较高的“爱尚”系列作为发力重点，大力推广“爱尚金”、“爱尚炫”与“爱尚彩”，持续加大对“爱尚”系列饰品的推广力度，通过优化铺货结构，强化产品的品质与工艺，推出潮流样式系列产品，公司的产品知名度与认可度得到了进一步提升；2015-2016年，镶嵌类饰品的收入占比提升，2016年公司引入“上帝之光”、“永恒印记”等毛利相对较高的钻石产品，带动镶嵌类产品整体的毛利率提升；2019年，受到钻石市场整体疲软的影响，公司的钻石饰品的销售收入下滑。2022H1由于疫情反复的冲击，镶嵌珠宝的市场需求出现萎缩，公司的镶嵌类饰品的销售额同比下滑。

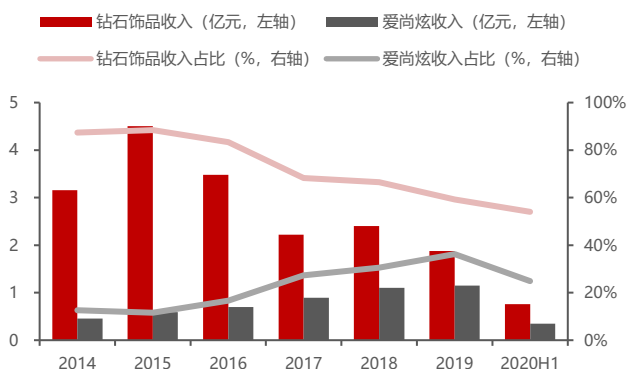
图12：镶嵌类饰品收入及占比为稳定



资料来源：wind，曼卡龙招股说明书，公司公告，民生证券研究院

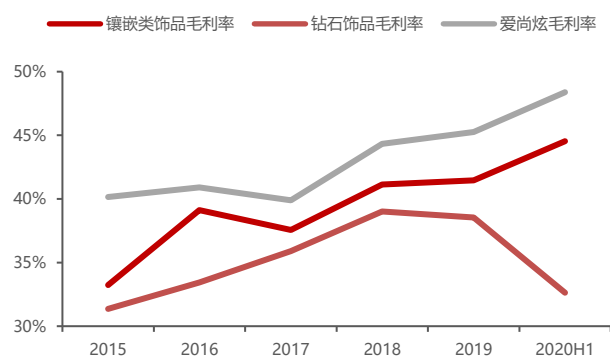
“爱尚炫”收入占比稳步提升，产品种类不断丰富。镶嵌首饰等饰品毛利率水平较高，公司力推的爱尚系列中的“爱尚炫”和“爱尚彩”均为镶嵌类饰品，对收入和毛利的贡献不断提升。2014-2019年，爱尚炫占素金饰品的收入由12.60%增长到36.23%，其较高的毛利率也带动着镶嵌类饰品的毛利率整体上行，公司将“爱尚”系列作为重点推广的产品，不断推出新品，如“爱尚炫”的产品系列LadyDream，极简系列，假日系列，玲珑系列，时光系列等，通过不断丰富产品种类，提高产品对消费者的吸引力与品牌知名度。

图13：爱尚炫收入占镶嵌类饰品的比例不断提升



资料来源：wind，曼卡龙招股说明书，公司公告，民生证券研究院

图14：镶嵌饰品毛利率不断上行



资料来源：wind，曼卡龙招股说明书，公司公告，民生证券研究院

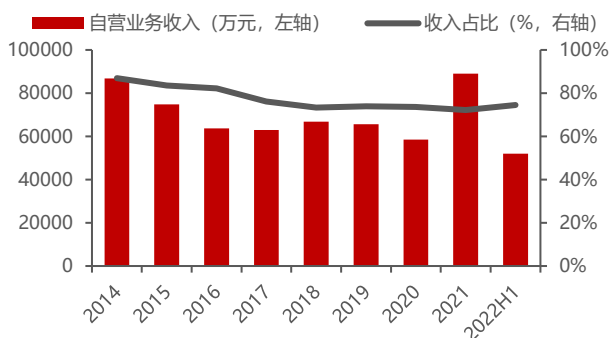
3 渠道深化+营销推广+完善供应链, 提高品牌声量

3.1 自营与加盟相结合, 线上业务加速扩张

自营和加盟相结合, 线上电商加速扩张。公司的销售采用自营和加盟相结合的方式, 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, 电商业务通过天猫、拼多多等第三方平台在线进行产品销售; 加盟模式下, 加盟商从公司购入商品, 通过“曼卡龙”品牌加盟店进入零售终端市场服务于消费者。公司致力于扩大电商销售渠道, 通过现有渠道深度合作的同时, 进行新渠道拓展、直播带货等提升线上的销售规模, 通过线上异业合作, 扩大业务边界, 不断吸引目标客群。

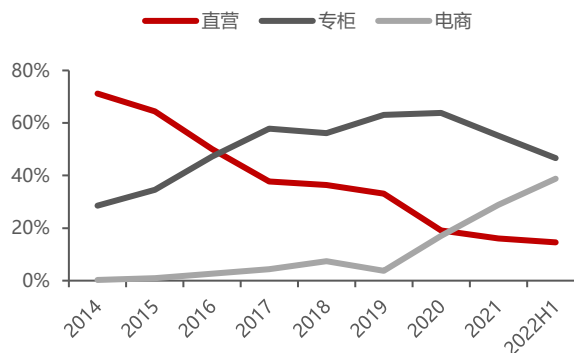
自营业务收入占比下降, 电商业务收入比例有较快提升。2012-2014年, 公司自营业务占比较高, 2014-2016年, 为适应消费者的一站式消费趋向, 公司执行缩减沿街店铺, 扩张购物中心店铺及商场专柜的策略, 专柜数量不断提升; 2016-2018年, 减少了街边直营店的数量, 增设较多商场直营店和百货商场的专柜店; 2022H1 线上业务实现营业收入 2.01 亿元, 同比增长 73.91%, 占主营业务收入的 28.66%, 主要因为公司通过天猫等渠道开展深度合作, 同时开拓拼多多等线上渠道, 扩展线上销售规模, 营收具有明显的增幅。

图15: 公司自营收入占比下降



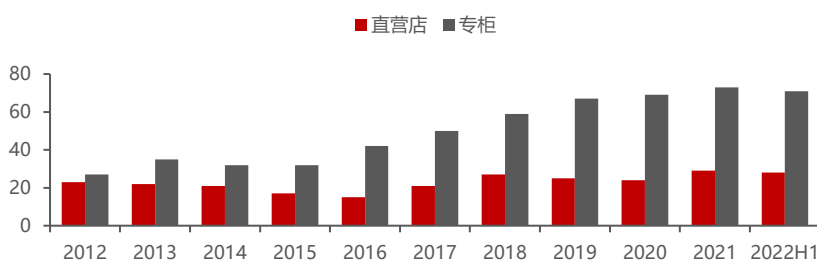
资料来源: wind, 曼卡龙招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

图16: 电商业务占自营收入比例提升较快



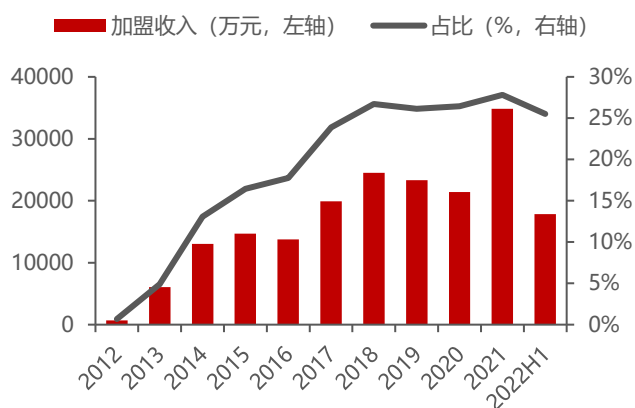
资料来源: wind, 曼卡龙招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

图17: 专柜数量不断扩张

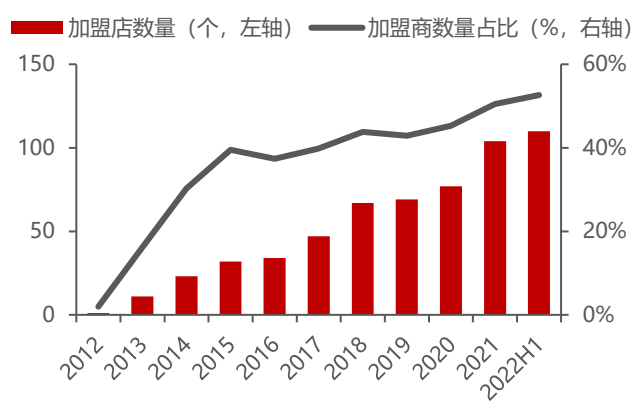


资料来源: wind, 曼卡龙招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

加大加盟业务发展力度，终端门店数量不断扩张。在 2012 年开始发展了首家加盟商，首次铺货的毛利率相对较高；2013-2014 年逐步加大加盟业务的发展力度，加盟商价格大幅增加，通过调整镶嵌饰品的铺货量，业务铺货结构逐步优化。公司的开店策略是在核心城市的核心商圈开设直营店，在其他地区拓展加盟，公司大力拓展省外加盟市场，目前覆盖浙江、江苏、安徽、上海、湖北等八省一直辖市，聚焦重点城市，形成对周边城市的带动作用。

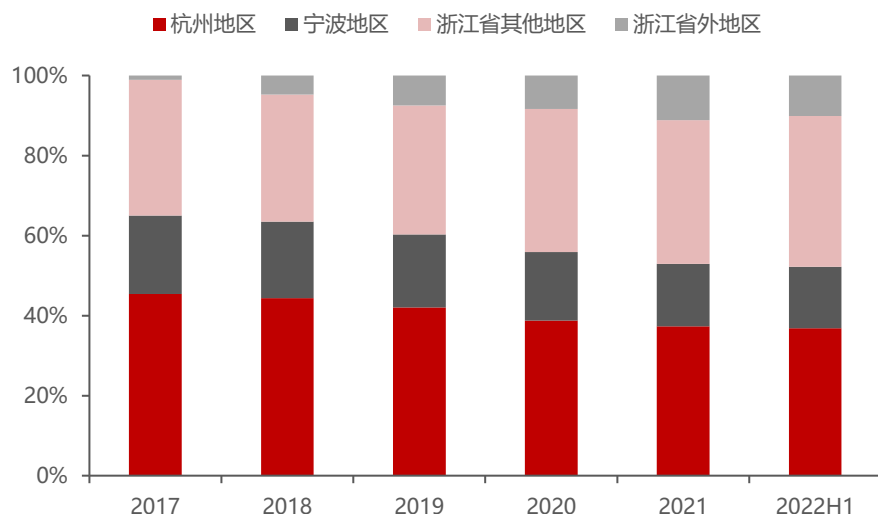
图18：加盟模式营业收入及占比逐年递增


资料来源：曼卡龙招股说明书，公司公告，民生证券研究院

图19：加盟商终端门店数量不断扩张


资料来源：曼卡龙招股说明书，公司公告，民生证券研究院

浙江地区为优势区域，积极开拓省外市场。分地区来看，浙江地区，特别是杭州和宁波地区一直是公司的优势区域，曼卡龙珠宝在浙江省有着较高的品牌影响力，2017-2021 年浙江省内销售占比在 85%以上，同时，公司积极开拓省外市场，在上海、江苏、安徽、湖北等地均有业务覆盖，2022H1，浙江省其他地区及省外地区的收入占比上升，曼卡龙不断推进立足浙江、逐渐辐射至全国的理念。

图20：分地区销售收入情况（剔除线上电商业务划分）


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

3.2 多平台同步营销推广，带动品牌精准获客

建立完善的公域流量，强化会员+社群的私域流量矩阵。2022年，公司搭建了数字藏品平台 M-SPACE，以“520”情感节日切入，发售了以浪漫玫瑰系列数字藏品，打造年轻人的爱情信物；同时持续探索元宇宙营销赋能，七夕联合银泰虚拟人霖霖以主推品指爱针为切入点进行“种草”营销；公司在小红书、抖音、支付宝等平台重点布局，建立了完善的公域流量矩阵，并通过内容“种草”、热销产品营销等方式，借助流量引擎带动品牌声量，为品牌精准获客，公司具有强有力的热销产品的打造能力，热销产品抖音达5亿+话题曝光，互动300万+，带动线上线下推广产品的销售增涨。热销产品抖音单支视频达200万赞，7000万播放。“520”及“七夕”期间，热销项链在天猫、京东，单品销量榜均为第一；强化会员+社群的私域流量矩阵，门店+总部双向运营，以服务带流量为主线，实现线上线下高效互通。

图21：公司在多渠道营销推广



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 完善供应链体系，用数据驱动经营与管理

①新零售信息化技术赋能，用数据渠道经营和管理。

公司依托阿里云架构的业务中台系统建立起较为完善的供应链体系，加快存货周转速度，后续将进一步升级信息化建设，提升技术化水平，实现与会员进行随时连接和新客户裂变；通过销售人员与会员的互动与后续的跟踪服务，利用数据深度分析消费习惯、挖掘消费需求，更精准的进行品牌推广与营销。

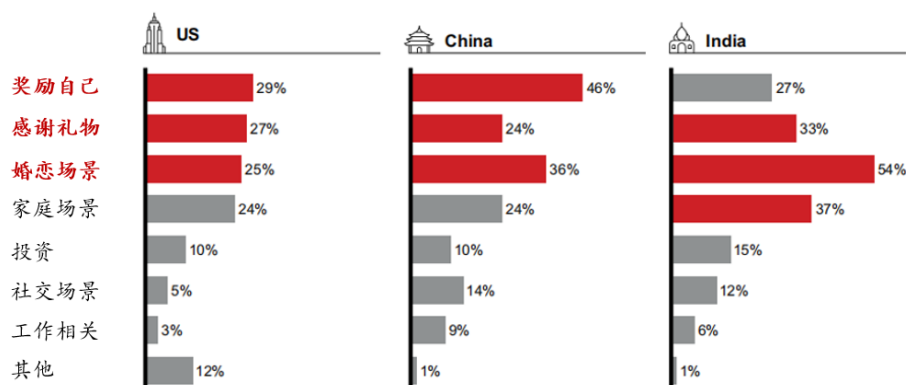
②布局数据中台系统，推动曼卡龙向数字化转型。

公司通过建立数据中台的方式实现曼卡龙数据资源化和数据服务化，建立全域数据的共享中心，提供数据采集、数据资产管理、企业数据服务等全链路一站式能力，构建面向业务应用的数据分析服务平台，全面系统地推动曼卡龙的数字化转型，确保公司业务的持续发展和创新。

4 成立培育钻石品牌慕璨，定位“智性消费者”

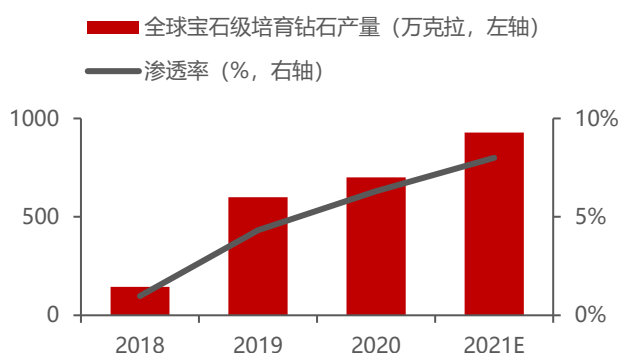
“悦己”需求成为钻石的重要应用场景，培育钻石行业保持高景气度。一方面，根据贝恩咨询，钻石的主要消费场景包括奖励自己、感谢礼物与婚恋场景，其中，购买钻石用于犒赏自己成为美国和中国消费者应用最多的场景，分别占比 29%与 46%，说明消费者选择购买钻石主要为了满足“悦己”需求，2021 年全球培育钻石渗透率不断上行至 8%，消费终端的市场规模也实现快速增长，行业存在高成长空间；另一方面，伴随更多珠宝品牌入局培育钻石领域，推进消费者教育，消费者对培育钻石的认知度有望进一步提升。未来，培育钻石有望凭借高性价比、环保友好等属性进一步抢占天然钻石的市场份额。

图22：“悦己”需求成为钻石的主要消费场景



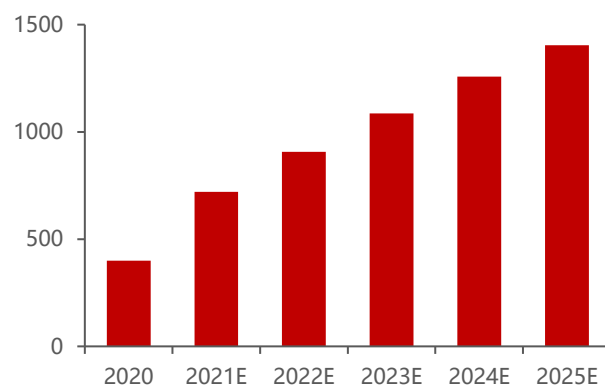
资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

图23：2021 年全球培育钻渗透率上行到 8%



资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

图24：2021 年全球培育钻石零售端市场规模 (亿元)



资料来源：贝恩咨询，戴比尔斯，智研咨询，民生证券研究院

合资设立子公司上海慕璨，推动培育钻石业务布局。2022年3月17日，为推动公司向培育钻石业务领域的发展，进一步提升公司的盈利能力与核心竞争力，公司与王燕、林露露等签署《投资合作协议》，合资设立上海慕璨珠宝有限公司，慕璨珠宝“OWNSHINE”以培育钻石为核心，打造以时尚穿搭珠宝为理念的创新型珠宝品牌，首次上线推出“星芒”、“幻彩星”、“时光旅人”等多个产品系列。

图25：慕璨-“时光旅人”系列产品



资料来源：慕璨天猫旗舰店，民生证券研究院

图26：慕璨-“星晕”系列产品



资料来源：慕璨天猫旗舰店，民生证券研究院

图27：慕璨-幻彩星绚丽产品



资料来源：慕璨天猫旗舰店，民生证券研究院

图28：慕璨-伴月星守护产品



资料来源：慕璨天猫旗舰店，民生证券研究院

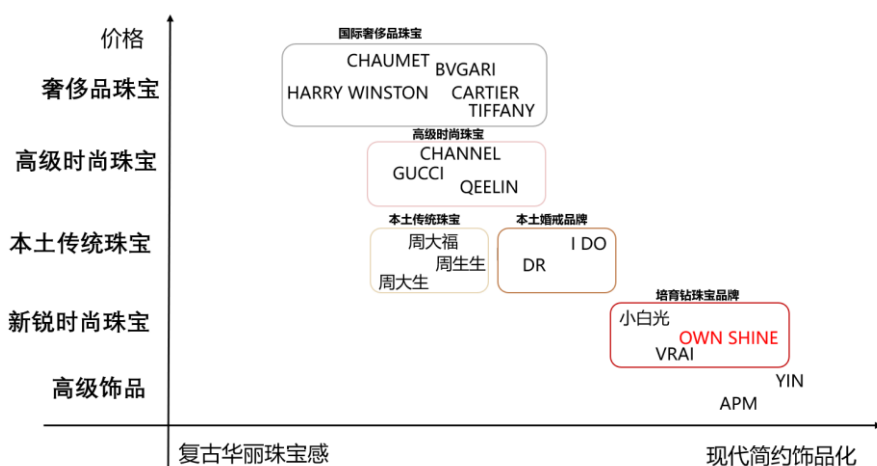
图29：慕璨天猫旗舰店产品



资料来源：慕璨天猫旗舰店，民生证券研究院

满足智性女性的消费需求，用艺术定义新珠宝美学。慕璨定位于新锐时尚珠宝，介于传统珠宝与高级饰品之间，在风格更现代简约的同时，更具性价比优势。定位于珠宝钻石的美学化、日常化，将产品定位为打造日常穿搭的新一代珠宝品牌。慕璨的客群画像的核心年龄段为 25-25 岁的遵从审美和价值观，也评估承担能力的智性消费者，满足智性女性的结婚、恋爱、“悦己”等多元化的消费场景，见证消费者每一个闪耀的人生时刻。

图30：曼卡龙慕璨产品定位于新锐时尚珠宝



资料来源：曼卡龙慕璨品牌发布会，民生证券研究院

慕璨品牌在天猫上线，今年下半年计划开出首家门店。2022 年上半年，公司完成培育钻石品牌 OWN SHINE 慕璨的品牌孵化，包括品牌定位、人群画像，视觉、传播、商品、定价、渠道及零售策略，VI、SI 设计、团队组建等，并于 7 月完成了天猫旗舰店正式上架。根据机构投资者调研，慕璨今年下半年的首要目标为开出首店，并在此基础上构建开店模型。

开展“慕璨”品牌创意推广，提升消费者接受度。公司凭借多年来的品牌管理经验，主动把握珠宝行业的发展机遇，并以曼卡龙核心品牌为主轴推出曼卡龙珠宝、主打高端黄金产品的曼卡龙“喜卉”、培育钻石品牌“慕璨”，以满足不同群体的消费需求。根据公司公告，公司拟在华东、华中、华北、西南、西北地区的核心商圈新建 6 家体验中心及开展“慕璨”品牌及创意推广，体验中心将给予消费者培育钻石珠宝产品的直观印象，增强消费者信心和黏性，以进一步提升培育钻石品牌和产品接受度。

5 发布定增募投计划，再添发展新动能

定增募投丰富主业，培育钻石再添新能。8月12日，公司发布《曼卡龙珠宝股份有限公司2022年向特定对象发行股票预案》，公司拟向特定对象发行股票拟募集资金金额不超过7.16亿元，其中，拟投入2.88亿元用于建设“曼卡龙@Z概念店”终端建设项目，3.40亿元用于全渠道珠宝一体化综合平台建设项目，0.88亿元用于“慕璨”品牌及创意推广项目。

表5：公司定增计划的募投资金用途

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目建设期 (年)
“曼卡龙@Z概念店”终端建设项目	53851.95	28841.95	3
全渠道珠宝一体化综合平台建设项目	34790.13	33970.13	3
“慕璨”品牌及创意推广项目	11157.93	8787.93	3
合计	99800.01	71600.01	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

进一步丰富产品种类，扩大品牌的影响力。通过本次发行募集资金建设“曼卡龙@Z概念店”终端建设项目和“慕璨”品牌及创意推广项目，其中，公司打造线上与线下的完全融合，并针对“Z世代”人群的曼卡龙@Z概念店，用“Z世代”喜欢的形象、产品、内容、沟通方式，进行沉浸式体验和消费，可以更好的把握珠宝行业的发展机遇，丰富品牌矩阵，从而提升公司的核心竞争力，扩大品牌知名度。

增强数字化运营能力，实现全业务链升级。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，帮助消费者精准触达、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。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。未来，公司将继续贯彻数据驱动经营管理的战略，推动五大数字化板块蓝图的建设，形成全域生态化珠宝产业链，进一步提升数字化运营能力。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

按渠道拆分，线下门店分为直营店、专柜和加盟店，线上业务为电商业务。考虑到公司主要的业务区域在浙江省，上半年受到疫情扰动等影响，单店经营及拓店步伐受到一定不利影响，此外，培育钻石子品牌已开设天猫旗舰店，预计在下半年逐步落实线下门店，加上定增募投计划拟投入 0.8 亿元用于慕璨品牌的建设，我们预计 2023-2024 年公司的营业收入与归母净利润的增速加快。

核心假设如下：

①**直营店**：2022H1，公司新开直营店 1 家，减少 2 家，净增加-1 家，预计下半年开店速度加快，2022-2024 年，预计传统业务净增加直营店 1 家/2 家/2 家，根据公司募投计划的“慕璨”品牌及创意推广项目，将在核心商圈建立 6 家品牌及创意推广体验中心，预计 2022-2024 年慕璨将增加直营店 1 家/2 家/3 家，形成新的营收与利润增长点，带动直营店的单店收入逐年增加 5%，预计直营店总收入分别为 1.70/1.96/2.34 亿元，同比+18.87%/+15.50%/+19.32%，毛利率分别为 34.50%、36.00%与 38.00%。

②**专柜**：2022H1，公司新开专柜 1 家，减少 2 家，净增加-1 家，预计下半年开店速度加快，2022-2024 年，预计净增加专柜 1 家/3 家/3 家，商场专柜的经营受到商场关店等影响较大，因此预计专柜的单店收入分别-2%/+3%/+5%，专柜总收入分别为 4.98/5.27/5.75 亿元，同比+1.45%/+5.80%/+9.17%，2022-2024 年毛利率分别为 25.50%、26.00%与 26.00%。

③**加盟店**：2022H1，公司新开加盟店 20 家，关店 6 家，净增加 14 家，预计今年下半年展店速度加快，2023-2024 年的加盟店数量增长继续加快，2022-2024 年净增加加盟店数量 20 家/25 家/25 家，加盟店的单店收入逐年同比+2%，加盟店总收入分别为 4.48/5.47/6.60 亿元，同比+28.49%/+22.13%/+20.68%，毛利率受到产品结构优化的影响而不断上行，2022-2024 年分别为 11.00%、11.50%与 12.00%。

④**线上电商**：公司深耕天猫渠道的同时，持续加大对唯品会、拼多多等电商渠道的扩张，2022H1，公司电商平台的收入同比+73.91%，因此我们预计随着公司对电商渠道的投入持续加大，线上电商业务将为公司的营业收入提供增长点，预计 2022-2024 年电商业务同比+75%/+60%/+50%，毛利率均稳定在 18.50%。

⑤**其他业务拆分**：其他业务包括委托代销业务与其他主营业务收入，2022H1 受疫情影响委托代销业务有一定萎缩，预计疫情好转后将恢复增长趋势，2022-2024 年委托代销业务的收入为 0.08/0.08/0.09 亿元，同比-20%/+10%/+10%，毛利率分别为 26.00%、25.00%与 25.00%。预计 2022-2024 年，其他业务收入为 0.04/0.05/0.05 亿元，分别同比+5%，毛利率水平稳定在 85.00%。

综上,我们预计公司2022-2024年分别实现营业收入15.77、20.02与25.62亿元,分别同比+25.90%、26.96%与27.98%,2022-2024年公司的毛利率分别达到20.52%、20.45%与20.43%。

表6: 公司主营业务拆分与毛利率预测

按销售模式		2021	2022E	2023E	2024E
合计	营收(亿元)	12.53	15.77	20.02	25.62
	YoY	54.90%	25.90%	26.96%	27.98%
	毛利率(%)	20.00%	20.52%	20.45%	20.43%
直营店	营收(亿元)	1.43	1.70	1.96	2.34
	YoY	27.33%	18.87%	15.50%	19.32%
	毛利率(%)	31.65%	34.50%	36.00%	38.00%
专柜	营收(亿元)	4.91	4.98	5.27	5.75
	YoY	31.28%	1.45%	5.80%	9.17%
	毛利率(%)	23.74%	25.50%	26.00%	26.00%
加盟店	营收(亿元)	3.48	4.48	5.47	6.60
	YoY	62.90%	28.49%	22.13%	20.68%
	毛利率(%)	11.68%	11.00%	11.50%	12.00%
线上电商	营收(亿元)	2.57	4.50	7.20	10.80
	YoY	157.62%	75.00%	60.00%	50.00%
	毛利率(%)	16.65%	18.50%	18.50%	18.50%
委托代销	营收(亿元)	0.09	0.08	0.08	0.09
	YoY	92.65%	-20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(%)	22.32%	26.00%	25.00%	25.00%
其他业务	营收(亿元)	0.04	0.04	0.04	0.05
	YoY	-0.32%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率(%)	79.71%	85.00%	85.00%	85.00%

资料来源:曼卡龙招股说明书,公司公告,民生证券研究院预测

期间费用率假设:

①**销售费用率**:2019-2021年,公司的销售费用率分别为10.72%、13.24%与8.62%,2021年销售费用率明显下降,考虑到公司主营业务规模不断扩大,预计2022-2024年销售费用率将有一定程度上行,保守估计为9.00%。

②**管理费用率**:2019-2021年,公司的管理费用率分别为4.10%、4.80%与4.47%,整体上较为稳定,估计2022-2024年管理费用率为4.70%。

③**研发费用率**:2019-2021年,公司的研发费用率分别为0.10%、0.13%与0.60%,研发费用率处于较低水平,估计2022-2024年的研发费用率为0.60%。

④**财务费用率**:2019-2021年,公司财务费用处于较低水平,因此估计2022-2024年公司的财务费用率在0附近浮动。

6.2 估值分析与投资建议

公司为区域性的珠宝优势品牌，考虑到公司归母净利润的规模较小，采用 PE 相对估值法，归母净利润的小幅度变动，PE 会有较大变化，而公司的营业收入增速较为稳定，公司的净资产情况可以更好的反映公司业务上经营状况，因此我们选取每股股价与每股净资产相除的方法，即 PB 方法进行估值。

选择同属黄金珠宝行业的上市公司周大福与中国黄金作为可比公司，周大福与中国黄金均以黄金珠宝首饰销售作为主要的收入来源，与公司的主营业务相似，对比可知，目前，行业内可比公司 2022 年的 PB 平均值为 4.5，公司 2022 年的 PB 为 4.3，低于可比公司平均值，我们认为曼卡龙的市值对应 PB 处于合理区间。

预计随公司渠道建设与数字驱动经营管理，将共同促进公司品牌力的持续提升，此外，公司发布 2022 年定增募投计划，“曼卡龙@Z 概念店”终端建设项目进一步扩张核心主业的消费群体的同时，全渠道珠宝一体化综合平台建设项目推动多渠道的协调发展，“慕璨”品牌及创意推广项目将带来新的利润增长点。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

表7：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	每股净资产 (元)				PB(X)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600916.SH	*中国黄金	15.81	3.90	3.25	3.88	4.67	4.1	4.9	4.1	3.4
1929.HK	*周大福	15.88	3.41	3.89	4.40	5.02	4.7	4.1	3.6	3.2
可比公司均值							4.4	4.5	3.8	3.3
300945.SZ	曼卡龙	17.10	3.74	4.02	4.38	4.84	4.6	4.3	3.9	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：标*公司未覆盖，数据采用 Wind 一致预期，采用 2022 年 8 月 16 日收盘价。）

7 风险提示

1) **行业竞争加剧的风险。**若黄金珠宝与钻石镶嵌市场竞争日益加剧，品牌间可能出现价格战等恶性竞争行为，将影响到公司的主营业务收入、毛利率等。

2) **定增募投计划不及预期。**如果公司的定增募投计划没有按期落地，将影响概念店的建设、渠道的推广以及慕璨项目的落地，影响公司的盈利增长。

3) **门店扩张速度不及预期。**公司的直营店、专柜与加盟店都依赖于门店数量的扩张，如果门店的扩张速度较慢，将会阻碍公司的营收增长。

4) **市场需求与新品推广不及预期。**如果培育钻石市场的需求不及预期，子品牌慕璨的营收与利润增长将存在较大的不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1253	1577	2002	2562
营业成本	1002	1253	1593	2039
营业税金及附加	9	13	17	21
销售费用	108	142	180	231
管理费用	56	74	94	120
研发费用	1	1	1	2
EBIT	81	93	117	150
财务费用	0	-3	-3	-3
资产减值损失	0	0	-1	0
投资收益	1	0	0	1
营业利润	82	99	124	158
营业外收支	7	1	1	1
利润总额	89	100	124	159
所得税	19	22	27	34
净利润	70	79	98	125
归属于母公司净利润	70	79	98	125
EBITDA	97	96	120	152

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	225	230	251	303
应收账款及票据	60	76	93	116
预付款项	2	11	14	18
存货	442	515	567	614
其他流动资产	7	8	10	11
流动资产合计	737	839	935	1063
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	29	29	30	33
无形资产	2	3	4	5
非流动资产合计	113	114	118	120
资产合计	850	953	1053	1183
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	37	51	61	75
其他流动负债	46	78	94	115
流动负债合计	83	129	155	191
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	87	133	160	195
股本	204	204	204	204
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	762	820	893	987
负债和股东权益合计	850	953	1053	1183

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	54.90	25.90	26.96	27.98
EBIT 增长率	-0.48	15.24	25.51	27.63
净利润增长率	10.43	11.81	24.32	27.46
盈利能力 (%)				
毛利率	20.00	20.52	20.45	20.43
净利润率	5.61	4.98	4.88	4.86
总资产收益率 ROA	8.27	8.25	9.28	10.53
净资产收益率 ROE	9.22	9.59	10.94	12.61
偿债能力				
流动比率	8.89	6.52	6.01	5.57
速动比率	3.53	2.43	2.28	2.26
现金比率	2.72	1.78	1.61	1.59
资产负债率 (%)	10.28	13.99	15.19	16.51
经营效率				
应收账款周转天数	17.53	17.50	17.00	16.50
存货周转天数	160.98	150.00	130.00	110.00
总资产周转率	1.47	1.65	1.90	2.17
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.39	0.48	0.61
每股净资产	3.74	4.02	4.38	4.84
每股经营现金流	-0.15	0.14	0.25	0.42
每股股利	0.11	0.10	0.11	0.12
估值分析				
PE	50	44	36	28
PB	4.6	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	33.76	34.20	27.16	21.00
股息收益率 (%)	0.61	0.58	0.64	0.70

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	70	79	98	125
折旧和摊销	16	2	2	3
营运资金变动	-116	-52	-48	-40
经营活动现金流	-30	28	52	86
资本开支	-68	-2	-4	-5
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-65	-2	-5	-4
股权募资	197	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	140	-22	-25	-30
现金净流量	44	5	21	52

插图目录

图 1: 公司主要产品.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 中报)	4
图 3: 2017-2022H1 营业收入及同比变动	5
图 4: 2017-2022H1 归母净利润及同比变动	5
图 5: 销售费用率低于可比公司均值	7
图 6: 销售毛利率接近可比公司均值	7
图 7: 公司素金饰品系列	8
图 8: 公司镶嵌类饰品产品系列	8
图 9: 素金饰品收入占主营业务收入的比例较高	9
图 10: 计克类黄金、爱尚金收入及占素金饰品收入的比例	9
图 11: 产品结构调整带动素金饰品毛利率上行	9
图 12: 镶嵌类饰品收入及占比为稳定	10
图 13: 爱尚炫收入占镶嵌类饰品的比例不断提升	10
图 14: 镶嵌饰品毛利率不断上行	10
图 15: 公司自营收入占比下降	11
图 16: 电商业务占自营收入比例提升较快	11
图 17: 专柜数量不断扩张	11
图 18: 加盟模式营业收入及占比逐年递增	12
图 19: 加盟商终端门店数量不断扩张	12
图 20: 分地区销售收入情况 (剔除线上电商业务划分)	12
图 21: 公司在多渠道营销推广	13
图 22: “悦己”需求成为钻石的主要消费场景	14
图 23: 2021 年全球培育钻渗透率上行到 8%	14
图 24: 2021 年全球培育钻石零售端市场规模 (亿元)	14
图 25: 慕璨“时光旅人”系列产品	15
图 26: 慕璨“星晕”系列产品	15
图 27: 慕璨-幻彩星绚丽产品	15
图 28: 慕璨-伴月星守护产品	15
图 29: 慕璨天猫旗舰店产品	15
图 30: 曼卡龙慕璨产品定位于新锐时尚珠宝	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司首次授予股权激励的净利润及营业收入目标值	4
表 2: 按产品及渠道分类收入	5
表 3: 2020H1-2022H1 营业总收入、归母净利润及收入拆分	6
表 4: 2017-2022H1 公司的销售毛利率、销售净利率及期间费用率情况	7
表 5: 公司定增计划的募投资金用途	17
表 6: 公司主营业务拆分与毛利率预测	19
表 7: 可比公司 PB 数据对比	20
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026