

➤ **事件概述:** 公司于 4 月 14 日发布 2022 年年报, 2022 年, 公司实现营业收入 16.10 亿元, 同比+28.57%, 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比-22.56%。其中, Q4 实现营收 5.28 亿元, 同比+40.03%; Q4 归母净利润为 450.33 万元, 同比-49.79%。

➤ **收入增速较快, 因股权激励支付与新品品牌建设投入, 利润端承压。** ①**收入与利润端:** 2022 年, 公司实现营业收入 16.10 亿元, 同比+28.57%, Q4 实现 5.28 亿元, 同比+40.03%; 2022 年, 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比-22.56%, Q4 归母净利润为 450.33 万元, 同比-49.79%。②**分产品看, 素金饰品收入增速较快, 占总营收的比重进一步提升。** 2022 年, 素金饰品实现营业收入 13.39 亿元, 同比+40.89%, 占收入的比重同比+7.27 PCT 至 83.15%; 镶嵌饰品实现营业收入 2.59 亿元, 同比-13.03%, 占总收入的比例同比-7.70 PCT 至 16.10%。③**分渠道看, 电商渠道收入占比大幅提升。** 直营店、电商、专柜、加盟店分别实现营业收入 1.50、6.14、4.67、3.64 亿元, 分别同比+5.21%、+138.79%、-4.76%、+4.56%。④**毛利率与费率端:** 2022 年, 公司毛利率为 16.59%, 同比-3.41 PCT; Q4 毛利率为 10.44%, 同比-4.18 PCT。2022 年, 素金饰品/镶嵌饰品毛利率分别为 10.31%/45.43%, 同比-1.86/+1.27 PCT。素金饰品收入占比提升, 毛利率较高的镶嵌饰品占比下降, 一定程度上拉低整体毛利率。2022 年, 销售费率/管理费率/研发费率为 7.78%/3.82%/0.05%, 同比-0.84/-0.65/-0.01 PCT; Q4 销售费率/管理费率/研发费率分别为 6.11%/2.35%/0.05%, 同比-1.72/-2.96/+0.03 PCT。基于毛利率和费率情况, 2022 年, 净利率为 3.32%, 同比-2.29 PCT; Q4 净利率为 0.80%, 同比-1.58 PCT。

➤ **多平台全矩阵进行布局, 线上线下协同发展。** ①**线上渠道:** 公司在各大电商平台建立较为成熟的运营投放模型, 基本实现数字化运营。2022 年, 公司线上电商实现营业收入 6.14 亿元, 同比+138.79%, 占营业收入的 38.12%, 同比提升 17.60 PCT, 毛利率为 10.77%。线上业务超越专柜销售收入成为公司 2022 年营业收入占比最高的业务。公司在小红书、抖音等新媒体平台进行高效内容营销, 热销产品抖音达 9 亿+话题曝光、互动 1000 万+, 单支视频达 280 万赞与 7000 万播放。②**线下渠道:** 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。从开店数量看, 2022 年, 直营店净增 2 家, 加盟店净增 7 家, 专柜净减少 5 家。从单店数据看, 镶嵌首饰受行业影响, 自营门店、加盟门店均有所下降, 其中加盟门店单店收入及毛利均呈现下降趋势, 直营门店因黄金类产品增长, 单店收入与毛利均略有提升。具体来看, 公司直营+专柜平均单店收入为 701.88 万元, 同比+4.13%, 平均单店毛利 173.62 万元, 比去年同期略有上升; 加盟业务的单店主营业务批发收入为 325.30 万元, 平均单店批发毛利 32.48 万元, 分别同比-19.71%与-31.35%。

➤ **推动企业数字化经营管理, 加强产品规划设计。** ①**数字化经营管理:** 公司继续建立组织数字化平台, 打造精前台+强中台+快速反应后台模式, 同时推进基于阿里云架构的核心数据业务中台建设, 建立快速直观的 OA 和 BI 平台, 从战略、策略、组织、人才等多维度构建自驱协同的共生组织, 并通过机器人业务实现解放人力、降本增效、精细化运营的目的。2022 年公司搭建了数字藏品平台 M-SPACE, 同时持续探索元宇宙营销赋能, 重点布局小红书、抖音、支付宝等平台作为流量引擎, 建立了完善的公域+私域流量矩阵, 与支付宝多频道合作, 直接触达销售转化, 并通过区域定向触达为线下引导客流, 同时强化会员+社群的私域流量矩阵, 依托智能化系统工具, 门店+总部双向运营。②**产品规划设计:** 公司注重新产品的开发和研发, 以年轻消费群体为目标客户, 品牌定位轻奢时尚, 通过产品数字化为引擎, 缩短新品研发、测试与推广的周期, 从 1-3 个月缩短至 2-3 周。2022 年获得国家知识产权授予专利 12 项, 持有外观设计专利共计 160 余项, 完成培育钻石品牌 OWN SHINE 慕璨的品牌孵化, 并于 2022 年 8 月正式在天猫旗舰店上架。

➤ **投资建议:** 预计 2023-2025 年公司实现营收 20.14、24.84、29.40 亿元, 分别同比+25.1%、+23.3%与+18.4%; 实现归母净利润 0.86、1.09、1.30 亿元, 分别同比+58.8%、+25.9%与+19.8%, 对应 PE 36、29 与 24 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业竞争加剧; 募投项目进展不及预期; 终端需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1610	2014	2484	2940
增长率 (%)	28.6	25.1	23.3	18.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	54	86	109	130
增长率 (%)	-22.6	58.8	25.9	19.8
每股收益 (元)	0.27	0.42	0.53	0.64
PE	57	36	29	24
PB	3.9	3.6	3.2	3.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
15.28 元
目标价:

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

邮箱: zhengzizhou@mszq.com

相关研究

1.曼卡龙 (300945.SZ) 2022 年三季度点评: Q3 收入稳步向好, 看好定增与慕璨品牌布局 -2022/10/29

2.曼卡龙 (300945.SZ) 动态报告: 浪“曼”满屋, 璀“璨”夺目 -2022/08/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1610	2014	2484	2940
营业成本	1343	1680	2067	2434
营业税金及附加	16	17	21	25
销售费用	125	151	186	221
管理费用	62	73	89	106
研发费用	1	1	1	1
EBIT	67	101	129	160
财务费用	1	-2	-1	1
资产减值损失	-1	-1	-1	-2
投资收益	0	4	5	3
营业利润	66	106	134	160
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	66	106	134	161
所得税	12	20	25	30
净利润	54	86	109	130
归属于母公司净利润	54	86	109	130
EBITDA	88	125	155	193

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	211	217	211	231
应收账款及票据	38	50	61	73
预付款项	8	10	10	10
存货	448	542	656	772
其他流动资产	63	65	66	68
流动资产合计	768	884	1004	1153
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	75	77	79	80
无形资产	1	3	8	6
非流动资产合计	104	95	113	110
资产合计	871	978	1118	1263
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	16	41	51	60
其他流动负债	40	48	48	56
流动负债合计	56	89	99	116
长期借款	0	20	60	95
其他长期负债	5	-11	-3	-8
非流动负债合计	5	9	57	87
负债合计	61	98	155	203
股本	205	205	205	205
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	810	880	963	1060
负债和股东权益合计	871	978	1118	1263

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.57	25.09	23.32	18.36
EBIT 增长率	-17.17	50.58	27.60	23.65
净利润增长率	-22.56	58.85	25.87	19.82
盈利能力 (%)				
毛利率	16.59	16.62	16.79	17.23
净利润率	3.38	4.29	4.38	4.43
总资产收益率 ROA	6.25	8.84	9.74	10.33
净资产收益率 ROE	6.72	9.83	11.31	12.31
偿债能力				
流动比率	13.63	9.91	10.19	9.93
速动比率	4.73	3.21	2.97	2.80
现金比率	3.75	2.44	2.14	1.99
资产负债率 (%)	7.01	10.03	13.88	16.05
经营效率				
应收账款周转天数	8.50	9.00	9.00	9.00
存货周转天数	121.70	118.00	116.00	116.00
总资产周转率	1.87	2.18	2.37	2.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.42	0.53	0.64
每股净资产	3.96	4.30	4.70	5.18
每股经营现金流	0.17	0.14	0.11	0.26
每股股利	0.11	0.13	0.16	0.19
估值分析				
PE	57	36	29	24
PB	3.9	3.6	3.2	3.0
EV/EBITDA	33.38	23.38	19.13	15.42
股息收益率 (%)	0.69	0.84	1.06	1.27

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	54	86	109	130
折旧和摊销	21	24	26	34
营运资金变动	-39	-78	-110	-113
经营活动现金流	35	30	23	53
资本开支	-7	-15	-30	-25
投资	-14	0	0	0
投资活动现金流	-54	-11	-25	-22
股权募资	7	0	0	0
债务募资	0	20	31	35
筹资活动现金流	-30	-13	-4	-11
现金净流量	-49	6	-7	20

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。本报告清晰准确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
行业评级	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