

# 电商高增、培育钻石启航，拟定增加快发展

## 事件

公司发布 2022 年半年报：2021 年营收 7.03 亿元/+11.7%，归母净利润 0.36 亿元/-19.4%，扣非归母净利润 0.34 亿元/-18.6%；经营活动现金流净额 0.60 亿元（去年同期为-0.54 亿元），EPS（基本）为 0.18 元/股，同比减少 26.1%，ROE（加权）为 4.60%/-2.02pct。

## 简评

**22Q2 营收增长较快，黄金品类占比提升下毛利率、净利率下降。** 22Q2 营收 3.67 亿元/+36.1%，主要得益于 618 线上业务快速增长。22Q2 公司归母净利润 1515.05 万元/-27.8%，主要系低毛利率的黄金饰品占比提升，22Q2 毛利率为 18.9%/-5.3pct、净利率为 4.04%/-3.73pct。

**22H1 黄金稳健增长，饰品收入下滑。** 分品类看，在 2022 年上半年疫情反复冲击及全球经济趋势下降，22H1 素金饰品收入为 5.63 亿元/+20.8%，素金饰品营收占比 80.1%/+6.06pct；镶嵌饰品收入 1.36 亿元/-15.3%，主要是由于疫情反复冲击，镶嵌珠宝的市场需求出现萎缩。

**天猫、拼多多等电商渠道高增，22H1 电商营收占比近 30%。** 分渠道看，22H1 直营店、电商、专柜、加盟、委托代销实现营收 0.76、2.01、2.42、1.78、0.01 亿元，同比+8.6%、73.9%、-11.8%、8.3%、-27.8%。其中线上营收占比达 28.7%/+10.25pct，公司通过现有天猫等渠道的深度合作、开拓拼多多渠道等措施，全面提升线上销售规模，22H1 天猫渠道营收 0.96 亿元/+919.7%；拼多多渠道收入 0.35 亿元（去年同期仅为 4.08 万元）。下半年公司将在电商渠道持续发力，尤其在天猫和京东渠道。

**疫情影响开店节奏，下半年开店有望提速。** 截止 22 年 6 月 30 日，公司终端门店数量 209 家，今年累计新增门店 22 家、关闭门店 19 家，净增 3 家，主要因疫情冲击带来经营困难、门店优胜劣汰。其中直营门店 28 家（净增 1 家）、专柜门店 71 家（净减 2 家）、加盟门店 110 家（净增 6 家），预计今年下半年展店速度加快。

**培育钻石品牌“慕璨”天猫旗舰店已上架，下半年将开设首家线下门店。** 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。慕璨定位是打造日常穿搭的时尚珠宝，目标客群是遵从审美和价值观、评估承担能力的智性消费者。公司已在品牌理念、产品设计和克拉数的适婚人群完成培育钻石品牌 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、

## 曼卡龙 (300945)

维持

增持

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

17717092294

SAC 执证编号：S1440521100001

发布日期：2022 年 08 月 18 日

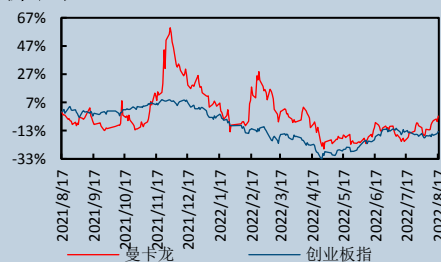
当前股价：17.82 元

### 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      |
|-----------------|------------|------------|
| 22.47/21.84     | 19.48/0.32 | 2.6/18.46  |
| 12 月最高/最低价 (元)  |            | 33.0/13.19 |
| 总股本 (万股)        |            | 20,400.0   |
| 流通 A 股 (万股)     |            | 7,608.54   |
| 总市值 (亿元)        |            | 36.35      |
| 流通市值 (亿元)       |            | 13.56      |
| 近 3 月日均成交量 (万股) |            | 672.64     |
| 主要股东            |            |            |
| 浙江万隆曼卡龙投资有限公司   |            | 48.67%     |

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投轻工纺服及教育】曼卡龙 (300945):21 年电商高增，推出培育钻石品牌慕璨  
 22.04.24

定价、渠道及零售策略，VI、SI 设计、团队组建等，并于 7 月上架天猫旗舰店。公司计划将于下半年开设首家线下门店。

**发布定增募资方案，将进一步夯实主业、推进培育钻石品牌建设。**2022 年 8 月，公司拟向特定对象发行股票数量不超过 6120 万股（含本数），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。公司通过此次募投，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。

**盈利预测：**基于疫情影响线下开店节奏和消费需求，下调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收为 15.7、19.9、25.4 亿元，分别同增 25.5%、26.7%、27.7%；归母净利润为 0.76、0.91、1.19 亿元，分别同增 7.6%、19.8%、31.1%，对应 22-24 年 PE 为 46、39、29x，维持“增持”评级。

**风险提示：**消费景气度不及预期、省外拓展不及预期、培育钻石品牌推广不达预期

| 资产负债表          |      |      |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |       |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |      |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>流动资产</b>    | 571  | 737  | 792   | 898   | 1017  | <b>营业收入</b>     | 809   | 1253  | 1572  | 1992  | 2543  |
| 现金             | 181  | 225  | 224   | 248   | 302   | 营业成本            | 581   | 1002  | 1258  | 1594  | 2031  |
| 应收票据及应收账款合计    | 39   | 60   | 61    | 77    | 87    | 营业税金及附加         | 9     | 9     | 11    | 14    | 17    |
| 其他应收款          | 3    | 4    | 6     | 6     | 9     | 销售费用            | 107   | 108   | 142   | 179   | 229   |
| 预付账款           | 9    | 2    | 7     | 8     | 10    | 管理费用            | 39    | 56    | 74    | 94    | 117   |
| 存货             | 338  | 442  | 490   | 555   | 605   | 研发费用            | 1     | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 其他流动资产         | 2    | 3    | 3     | 3     | 3     | 财务费用            | 0     | 0     | 1     | 3     | 3     |
| <b>非流动资产</b>   | 36   | 113  | 101   | 106   | 108   | 资产减值损失          | -1    | 0     | -1    | -1    | -1    |
| 长期投资           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 28   | 29   | 34    | 39    | 43    | 其他收益            | 10    | 5     | 7     | 6     | 4     |
| 无形资产           | 3    | 2    | 2     | 1     | 1     | 投资净收益           | 0     | 1     | 0     | 0     | 1     |
| 其他非流动资产        | 5    | 82   | 65    | 65    | 65    | <b>营业利润</b>     | 81    | 82    | 92    | 111   | 146   |
| <b>资产总计</b>    | 606  | 850  | 892   | 1003  | 1125  | 营业外收入           | 0     | 7     | 5     | 4     | 6     |
| <b>流动负债</b>    | 67   | 83   | 82    | 110   | 123   | 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>利润总额</b>     | 81    | 89    | 96    | 115   | 151   |
| 应付票据及应付账款合计    | 26   | 37   | 42    | 65    | 71    | 所得税             | 18    | 19    | 21    | 25    | 32    |
| 其他流动负债         | 41   | 46   | 40    | 46    | 52    | <b>净利润</b>      | 64    | 70    | 76    | 91    | 119   |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 4    | 4     | 4     | 4     | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>归属母公司净利润</b> | 64    | 70    | 76    | 91    | 119   |
| 其他非流动负债        | 0    | 4    | 4     | 4     | 4     | EBITDA          | 82    | 90    | 96    | 113   | 148   |
| <b>负债合计</b>    | 67   | 87   | 86    | 115   | 127   | EPS (元)         | 0.42  | 0.34  | 0.37  | 0.44  | 0.58  |
| 少数股东权益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 股本             | 153  | 204  | 204   | 204   | 204   | <b>会计年度</b>     | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| 资本公积           | 18   | 139  | 139   | 139   | 139   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 留存收益           | 368  | 419  | 484   | 560   | 654   | 营业收入(%)         | -9.8  | 54.9  | 25.5  | 26.7  | 27.7  |
| 归属母公司股东权益      | 539  | 762  | 806   | 888   | 998   | 营业利润(%)         | -6.9  | 0.9   | 11.5  | 21.6  | 30.9  |
| <b>负债和股东权益</b> | 606  | 850  | 892   | 1003  | 1125  | 归属于母公司净利润(%)    | -1.9  | 10.4  | 7.6   | 19.8  | 31.1  |
| <b>现金流量表</b>   |      |      |       |       |       | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 单位:百万元         |      |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 28.2  | 20.0  | 20.0  | 20.0  | 20.1  |
| <b>会计年度</b>    | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 净利率(%)          | 7.9   | 5.6   | 4.8   | 4.5   | 4.7   |
| <b>经营活动现金流</b> | 85   | -30  | 39    | 46    | 77    | ROE(%)          | 11.8  | 9.2   | 9.3   | 10.1  | 11.8  |
| 净利润            | 64   | 70   | 76    | 91    | 119   | ROIC(%)         | 16.6  | 13.4  | 13.2  | 14.4  | 17.5  |
| 折旧摊销           | 6    | 7    | 6     | 5     | 5     | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 财务费用           | 0    | 0    | 1     | 3     | 3     | 资产负债率(%)        | 11.1  | 10.3  | 9.7   | 11.5  | 11.3  |
| 投资损失           | 0    | -1   | 0     | 0     | -1    | 净负债比率(%)        | -33.6 | -28.4 | -27.5 | -27.7 | -30.1 |
| 经营性应收项目的减少     | 3    | -19  | -6    | -17   | -13   | 流动比率            | 8.5   | 8.9   | 9.7   | 8.1   | 8.3   |
| 经营性应付项目的增加     | 6    | 2    | 8     | 29    | 12    | 速动比率            | 3.5   | 3.6   | 3.7   | 3.1   | 3.4   |
| 其他经营现金流        | 12   | -88  | -38   | -35   | -37   | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b> | -6   | -65  | -8    | -9    | -7    | 总资产周转率          | 1.4   | 1.7   | 1.8   | 2.1   | 2.4   |
| 资本支出           | 6    | 68   | 2     | 5     | 3     | 应收账款周转率         | 19.7  | 25.3  | 26.0  | 29.0  | 31.0  |
| 长期投资           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率         | 21.9  | 31.7  | 32.0  | 30.0  | 30.0  |
| 其他投资现金流        | 0    | 2    | -6    | -4    | -5    | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b> | -2   | 140  | -31   | -13   | -16   | 每股收益(最新摊薄)      | 0.42  | 0.34  | 0.37  | 0.44  | 0.58  |
| 短期借款           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.56  | -0.20 | 0.19  | 0.22  | 0.38  |
| 长期借款           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.52  | 3.74  | 4.00  | 4.40  | 4.92  |
| 普通股增加          | 0    | 51   | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| 资本公积增加         | 0    | 122  | 0     | 0     | 0     | P/E             | 41.1  | 49.6  | 46.1  | 38.5  | 29.4  |
| 其他筹资现金流        | -2   | -33  | -31   | -13   | -16   | P/B             | 4.9   | 4.6   | 4.3   | 3.9   | 3.5   |
| <b>现金净增加额</b>  | 77   | 44   | -1    | 24    | 54    | EV/EBITDA       | 40.5  | 36.5  | 34.0  | 28.7  | 21.5  |

资料来源: 公司公告、中信建投

## 分析师介绍

**叶乐：**中信建投轻工纺服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、美护、家居、造纸包装、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，[yele@csc.com.cn](mailto:yele@csc.com.cn)

**黄杨璐：**中信建投证券轻工纺服&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 2106 室  
电话:(8621) 6882-1600  
联系人:翁起帆  
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层  
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