

23H1 线上渠道表现亮眼，定增募资落地再添发展势能

➤ **事件概述：**公司于 8 月 29 日披露 2023 年中报，23H1，实现营业收入 8.29 亿元，同比+18.06%；归母净利润为 0.51 亿元，同比+42.65%；扣非归母净利润为 0.44 亿元，同比+29.39%。单 Q2 营业收入为 4.85 亿元，同比+32.12%；归母净利润为 0.24 亿元，同比+60.83%；扣非归母净利润为 0.19 亿元，同比+37.15%。

➤ **素金产品表现突出，线上渠道收入增速强劲。**23H1，实现营业收入 8.29 亿元，同比+18.06%。
 ①分产品看：23H1，素金饰品实现营业收入 7.39 亿元，同比+31.31%，占收入比重同比+8.99pct 至 89.09%；镶嵌饰品实现营业收入 0.86 亿元，同比-37.08%。②分销售模式看：23H1，线下渠道收入同比基本持平。其中，直营店实现收入 0.85 亿元，同比+12.01%；专柜实现收入 2.27 亿元，同比-6.38%；加盟店收入 1.84 亿元，同比+3.33%；电商收入 3.28 亿元，同比+62.73%，占收入的比重同比+10.85pct 至 39.51%。

➤ **销售收入上行摊薄费用，控费能力持续增强。**①毛利率：23H1，公司毛利率为 18.11%，同比-2.24pct；23Q2，毛利率为 14.48%，同比-4.11pct。分产品看，23H1，素金饰品、镶嵌饰品毛利率分别为 14.45%、45.17%，同比+0.74、-0.61pct；分渠道看，直营店、电商、专柜、加盟的毛利率分别为 31.91%、14.29%、24.18%、8.97%，分别同比-2.10、-2.76、-0.64、-1.63pct。或受毛利率相对低的素金产品占比提升及电商渠道收入占比上升，公司毛利率同比下降。②费率端：23H1，销售费率、管理费率、研发费率分别为 7.24%、3.61%、0.05%，分别同比-1.40、-0.92、-0.01pct；23Q2，销售费率、管理费率、研发费率分别为 6.06%、3.29%、0.04%，同比-2.40、-1.17、-0.01pct，主要系销售收入增长带来的费率端的摊薄影响。③净利率：23H1，公司净利率为 6.12%，同比+1.08pct；23Q2，净利率为 5.00%，同比+0.96%。

➤ **线上与线下协同发展，产品矩阵布局提升品牌影响力。**1) 渠道端：①线下：优化渠道结构，加快布局省外加盟门店。23H1，新开拓市场主要集中在成熟型市场江浙区域，将网点布局“做深、做透、做强”，形成“护城河”。23H1，直营店、专柜、加盟店分别净减少 2 家、净减少 1 家、净增 2 家；截至 23H1，终端门店数量为 209 家，含直营店 29 家、专柜 67 家、加盟店 113 家。②线上：在小红书、抖音等新媒体平台联合发力提升内容营销效率，天猫渠道继续优化品类结构、持续研发有竞争力的产品，电商产品 SKU 同比增长 100%+，产品动销率亦实现同比高增。23H1，天猫渠道实现收入 2.20 亿元，同比+129.34%，占电商收入比例同比+19.46pct 至 67.00%。“618”期间，据天猫店铺累计 GMV 排名，曼卡龙位列珠宝饰品店铺销售榜单 Top3，天猫“618”品类直播间，荣获黄金-手饰类目、多单品 Top1；推出以凤华系列与新国风系列为主的新国潮系列珠宝艺术展，活动累计线上传播曝光 1.3 亿+。2) 产品端：围绕品牌定位，持续深化高级东方审美的品牌形象，已经打造凤华、新国风、宫廷花丝、小恶魔、指爱针等系列产品；联合苏州博物馆发售“东方几何 绝色双生”礼盒；继续深化培育钻石品牌 OWN SHINE 慕璨的品牌孵化，研发并上新三大主题系列。

➤ **持续深化品牌形象，募投项目落地再添发展势能。**①数字化驱动经营和管理：建立组织数字化平台以实现精前台+强中台+快速反应后台模式，并推进基于阿里云架构的核心数据业务中台建设，以快速直观的 OA 和 BI 平台提高战略、策略、组织、人才等多维度协同。②差异化的品牌定位：注重年轻消费群体，品牌定位轻奢时尚，通过数字化产品为引擎，缩短新品研发、测试与推广周期。③募投项目：23 年 7 月，曼卡龙成功完成定向发行股票，发行股权数量 5716.89 万股，募资净额 6.81 亿元，主要用于“曼卡龙@Z 概念店”、全渠道珠宝一体化综合平台建设和“慕璨”品牌及创意推广项目，将加速公司由区域性品牌向全国性品牌迈进，品牌影响力有望进一步提升。

➤ **投资建议：**预计 2023-2025 年公司实现营业收入 20.29、24.80、29.57 亿元，分别同比+26.0%、+22.2%、+19.2%；归母净利润分别为 0.97、1.15 与 1.29 亿元，同比+78.7%、+18.3%与+12.5%，对应 PE 为 40/34/30 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。

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	2029	2480	2957
增长率（%）	28.6	26.0	22.2	19.2
归属母公司股东净利润（百万元）	54	97	115	129
增长率（%）	-22.6	78.7	18.3	12.5
每股收益（元）	0.21	0.37	0.44	0.49
PE	72	40	34	30
PB	4.9	2.5	2.4	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

15.04 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

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1. 曼卡龙 (300945.SZ) 2023 年一季报点评：
 归母净利润同比+29%，盈利能力持续上行-2
 023/04/27

2. 曼卡龙 (300945.SZ) 2022 年年报点评：
 线上电商发展迅速，线下与线上共同赋能发展
 -2023/04/16

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

4. 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	2029	2480	2957
营业成本	1343	1670	2055	2460
营业税金及附加	16	20	25	30
销售费用	125	149	181	213
管理费用	62	73	89	105
研发费用	1	1	1	1
EBIT	67	119	134	154
财务费用	1	-2	-8	-6
资产减值损失	-1	-1	-1	-2
投资收益	0	0	0	0
营业利润	66	119	141	159
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	66	120	142	159
所得税	12	23	27	30
净利润	54	97	115	129
归属于母公司净利润	54	97	115	129
EBITDA	88	155	178	203

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	211	907	906	922
应收账款及票据	38	50	61	73
预付款项	8	10	10	10
存货	448	539	640	753
其他流动资产	63	65	66	68
流动资产合计	768	1571	1685	1826
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	107	118	119
资产合计	871	1678	1803	1945
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	16	41	51	61
其他流动负债	40	48	47	57
流动负债合计	56	89	98	117
长期借款	0	20	60	100
其他长期负债	5	2	2	2
非流动负债合计	5	22	62	102
负债合计	61	111	160	219
股本	205	262	262	262
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	810	1567	1643	1727
负债和股东权益合计	871	1678	1803	1945

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	25.99	22.24	19.23
EBIT 增长率	-17.17	76.79	13.21	14.59
净利润增长率	-22.56	78.71	18.26	12.49
盈利能力 (%)				
毛利率	16.59	17.67	17.15	16.82
净利润率	3.38	4.79	4.64	4.38
总资产收益率 ROA	6.25	5.80	6.38	6.65
净资产收益率 ROE	6.72	6.21	7.00	7.50
偿债能力				
流动比率	13.63	17.60	17.18	15.58
速动比率	4.73	10.94	10.07	8.67
现金比率	3.75	10.16	9.24	7.86
资产负债率 (%)	7.01	6.61	8.85	11.25
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	114.00	112.00
总资产周转率	1.87	1.59	1.43	1.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.37	0.44	0.49
每股净资产	3.09	5.98	6.28	6.59
每股经营现金流	0.13	0.23	0.24	0.29
每股股利	0.11	0.15	0.18	0.20
估值分析				
PE	72	40	34	30
PB	4.9	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	42.58	24.05	20.95	18.41
股息收益率 (%)	0.70	0.98	1.16	1.31
现金流量表 (百万元)				
净利润	54	97	115	129
折旧和摊销	21	37	44	49
营运资金变动	-39	-76	-97	-108
经营活动现金流	35	60	64	75
资本开支	-7	-15	-30	-25
投资	-14	0	0	0
投资活动现金流	-54	-15	-30	-25
股权募资	7	681	0	0
债务募资	0	20	30	40
筹资活动现金流	-30	651	-35	-34
现金净流量	-49	696	-1	16

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受到任何形式的补偿。

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