

➤ **事件概述。**2023 年，公司实现营收 19.23 亿元，同比+19.44%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比+47.53%；实现扣非归母净利润 0.71 亿元，同比+39.88%。其中，23Q4，营收为 7.05 亿元，同比+33.49%；归母净利润为 0.12 亿元，同比+157.46%；扣非归母净利润为 0.10 亿元，同比+250.82%。24Q1，实现营收 5.00 亿元，同比+45.12%；归母净利润为 0.32 亿元，同比+21.07%；扣非归母净利润为 0.32 亿元，同比+24.88%。

➤ **营业收入稳健上升，利润表现亮眼。2023 年，公司实现营收 19.23 亿元，同比+19.44%。1) 分产品看：**2023 年，素金饰品实现营收 17.69 亿元，同比+32.14%，占营收比重达 91.99%，同比+8.84 pct；镶嵌饰品实现营收 1.46 亿元，同比-43.63%；**2) 分渠道看：**2023 年，公司直营店实现营收 1.95 亿元，同比+29.73%；专柜实现营收 4.29 亿元，同比-8.28%；加盟实现营收 3.71 亿元，同比+1.82%，电商业务实现营收 9.18 亿元，同比+49.60%，占营收比例为 47.74%，同比+9.62 pct。公司通过与现有天猫等渠道的深度合作，全面提升线上销售规模，其中，天猫旗舰店实现收入 6.45 亿元，同比+85.67%，京东实现收入 1.21 亿元，同比大幅增长 733.89%。**24Q1，公司实现营收 5.00 亿元，同比+45.12%。分渠道看：**线上收入 1.76 亿元，同比+144.6%，收入占比 35.20%；线下业务收入 3.24 亿元，同比+18.85%，收入占比 64.80%。

➤ **门店数量稳健扩张，店效受镶嵌产品影响下滑。1) 门店数量：**截至 2023 年末，公司终端门店覆盖浙江、江苏、安徽、湖北、陕西等区域，2023 年度净增加 8 家，2023 年末共计 218 家，其中包括直营店 35 家、专柜 63 家与加盟店 120 家。**2) 单店店效：**2023 年，公司自营+专柜单店营收 649.58 万元，同比-7.45%，平均单店毛利 159.89 万元，同比略有下滑；加盟业务对公司形成的单店批发收入 322.58 万元，平均单店批发毛利 26.65 万元，分别同比-0.84%、-17.96%，主要系镶嵌首饰受行业影响有所下滑。

➤ **毛利率同比收窄，费率端控制良好。①毛利率端，**2023 年，毛利率为 14.64%，同比-1.94 pct；**分产品看，**2023 年，素金饰品毛利率为 11.94%，同比+1.63 pct；**分渠道看，**直营店/电商/专柜/加盟渠道毛利率为 28.74%/9.76%/22.74%/8.26%，分别同比-3.40/-1.01/+0.38/-1.73 pct；24Q1，毛利率为 17.17%，同比-6.04 pct；受产品结构及渠道结构调整，毛利率较低的素金饰品及电商渠道收入占比提升，毛利率同比收窄。**②费率端，**2023 年，销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 6.31%/3.43%/0.05%/-0.40%，分别同比-1.47/-0.39/0/-0.47 pct；24Q1，销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 6.40%/2.85%/0.04%/-0.84%，分别同比-2.49/-1.21/-0.02/-0.82pct，主要系销售收入增长带来的费率的摊薄影响，公司控费能力持续增强。**③净利率：**基于毛利率与费率情况，2023 年，净利率为 4.15%，同比+0.82 pct；24Q1，净利率为 6.44%，同比-1.26 pct。

➤ **持续推进数字化经营管理转型，打造珠宝产品品牌矩阵。①数字化管理经营：**公司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，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；在“618”购物节期间，获天猫榜单累计 GMV 排名珠宝饰品店铺销售榜单第三名，“双 11”期间，曼卡龙位列珠宝饰品店铺销售榜单第二名，京东官方旗舰店位于黄金类目第五名。**②产品品牌矩阵：**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、测试与推广的周期；高度重视产品的原创态度和时尚设计，明星主题系列包括风华系列、黄金戒指系列、洛神珠系列、慕璨系列、恋恋风情系列等产品，覆盖东方时尚和国际轻奢两大赛道。**③募投项目：**23 年 7 月，曼卡龙定向增发股份数量 5716.89 万股，募集资金总额为 6.91 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，加速公司向全国性品牌迈进，助力品牌影响力提升。

➤ **发布 2023 年利润分配预案。**公司拟定 2023 年度利润分配方案为：以公司总股本 2.62 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.22 元（含税），分红比例为 39.9%。

➤ **投资建议：**预计 2024-2026 年公司实现营收 24.67、31.23、38.85 亿元，分别同比+28.3%、+26.6%、+24.4%；归母净利润为 1.00、1.23、1.41 亿元，分别同比+25.2%、+22.3%、+15.2%，4 月 26 日收盘价对应 PE 为 29、24、21 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,923	2,467	3,123	3,885
增长率 (%)	19.4	28.3	26.6	24.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	80	100	123	141
增长率 (%)	47.5	25.2	22.3	15.2
每股收益 (元)	0.31	0.38	0.47	0.54
PE	37	29	24	21
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
11.18 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

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

- 曼卡龙 (300945.SZ) 2023 年三季报点评：单 Q3 归母净利润同比+23%，控费能力持续提升-2023/10/25
- 曼卡龙 (300945.SZ) 2023 年中报点评：23H1 线上渠道表现亮眼，定增募资落地再添发展势能-2023/08/31
- 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-2023/04/27
- 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
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,923	2,467	3,123	3,885
营业成本	1,642	2,130	2,713	3,391
营业税金及附加	12	16	19	24
销售费用	121	155	194	241
管理费用	66	84	102	120
研发费用	1	1	1	2
EBIT	94	107	135	157
财务费用	-8	-8	-7	-5
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	0	1	2	2
营业利润	103	116	143	164
营业外收支	-6	6	6	8
利润总额	97	122	149	172
所得税	17	22	27	31
净利润	80	100	122	141
归属于母公司净利润	80	100	123	141
EBITDA	115	147	183	207

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	943	949	966	976
应收账款及票据	53	63	79	99
预付款项	3	3	4	4
存货	519	583	669	789
其他流动资产	70	71	73	76
流动资产合计	1,587	1,669	1,791	1,944
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	80	83	87	89
无形资产	1	3	8	6
非流动资产合计	104	107	118	119
资产合计	1,691	1,776	1,909	2,063
短期借款	50	50	50	50
应付账款及票据	22	23	30	37
其他流动负债	59	57	62	77
流动负债合计	130	131	141	164
长期借款	0	20	60	100
其他长期负债	7	4	4	4
非流动负债合计	7	24	64	104
负债合计	137	154	205	268
股本	262	262	262	262
少数股东权益	2	2	2	1
股东权益合计	1,553	1,622	1,704	1,796
负债和股东权益合计	1,691	1,776	1,909	2,063

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.44	28.26	26.60	24.39
EBIT 增长率	40.35	13.75	25.46	16.62
净利润增长率	47.53	25.18	22.27	15.21
盈利能力 (%)				
毛利率	14.64	13.65	13.14	12.73
净利润率	4.16	4.06	3.92	3.64
总资产收益率 ROA	4.74	5.65	6.42	6.84
净资产收益率 ROE	5.16	6.19	7.20	7.87
偿债能力				
流动比率	12.18	12.76	12.67	11.86
速动比率	7.92	8.02	7.67	6.80
现金比率	7.23	7.26	6.84	5.95
资产负债率 (%)	8.12	8.70	10.74	12.97
经营效率				
应收账款周转天数	10.02	9.00	9.00	9.00
存货周转天数	115.31	100.00	90.00	85.00
总资产周转率	1.50	1.42	1.70	1.96
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.38	0.47	0.54
每股净资产	5.92	6.18	6.50	6.85
每股经营现金流	0.19	0.24	0.31	0.25
每股股利	0.12	0.15	0.19	0.22
估值分析				
PE	37	29	24	21
PB	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.44	13.59	10.96	9.65
股息收益率 (%)	1.09	1.37	1.67	1.93

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	80	100	122	141
折旧和摊销	20	40	48	51
营运资金变动	-51	-72	-83	-118
经营活动现金流	51	62	81	66
资本开支	-7	-12	-28	-19
投资	-17	0	0	0
投资活动现金流	-23	-11	-26	-17
股权募资	686	0	0	0
债务募资	50	18	31	40
筹资活动现金流	699	-44	-38	-39
现金净流量	727	6	17	10

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