

风起东方，灼灼其华

曼卡龙(300945)

围绕东方美学与时尚珠宝，区域强势品牌向全国拓展。

曼卡龙定位于“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，覆盖东方时尚和国际轻奢两大赛道。公司拥有“MCLON 曼卡龙”、“OWNSHINE 慕璨”、设计师品牌“Ātman”、“宝若岚”等珠宝首饰品牌。24Q1-Q3，公司实现营收 16.73 亿元，同比+37.4%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比+12.5%。

产品端：深耕黄金戒指细分品类，风华升级为子品牌。

1) 产品差异化优势突出，具备较强打造“爆品”能力。从“三爱一钻”到打造风华系列强势出圈，明星产品风华从单品到系列再到子品牌；深耕时尚黄金戒指细分赛道，做出差异化优势，形成公司护城河；时尚珠宝产品系列持续迭代、东方时尚与现代审美主题不断推新。

2) 产品研发设计出色，新品迭代速度快。公司高度重视产品研发，打造“快时尚”潮流；采用核心设计师+外部设计师模式，加快产品更新迭代速度；产品数字化可以缩短新品研发、测试与推广的周期，从 1-3 个月缩短至 2-3 周。

渠道端：线上渠道前瞻布局，线下渠道稳步扩张。

1) 线上渠道：较早进行深度布局，线上渠道强势破圈。公司从 2019 年开始大力布局线上渠道，通过做大做强中台系统赋能产品与品牌。2017-2023 年，电商收入从 0.28 亿元增至 9.18 亿元，期间 CAGR 为 79.0%，占营收比重从 3.3% 提升至 47.8%，24Q1-Q3 进一步提升至 54.4%。线上渠道随高毛利渠道占比提升，优化产品结构及控制费用投放，盈利能力有望持续优化。

2) 线下渠道：线下直营“攻坚打点”，加盟“覆盖打面”。线下渠道策略为核心城市&核心商圈开直营店，其余区域开加盟店，同时门店覆盖范围从江浙一带向全国范围进行拓展。24H1 末，公司门店总数量为 224 家，其中包括直营店 45 家，专柜 60 家，加盟店 119 家。公司进一步优化门店、加盟商及供应商管理，加大市场开拓力度，提高产品的市场份额，实现品牌的全国性扩张。

数字化驱动管理与经营。

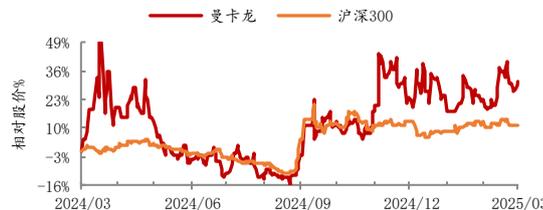
公司数字化的本质是数字驱动经营和管理，核心是全渠道一体化的综合平台项目的布局和建设。1) 搭建中台系统，实现主要环节数据透明化。2) 基于数据驱动的用户运营与高效营销。

品牌营销强化客户心智。

产品推广与品牌营销同步进行。公司的营销推广活动采取两条

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	12.15
股票代码：	300945
52 周最高价/最低价：	14.62/7.64
总市值(亿)	31.84
自由流通市值(亿)	28.96
自由流通股数(百万)	238.33



分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系人：褚菁菁

邮箱：chujj@hx168.com.cn

华西海外及商社团队联合覆盖

线相结合的模式，一条是聚焦在产品美学本身的产品推广；一条是品牌推广活动，通过小红书的内容营销种草与知名 IP 的联名合作，进一步强化用户心智，提升品牌影响力。

投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 23.5、29.6、36.1 亿元，分别同比+22%、+26%、+22%，实现归母净利润 1.0、1.3、1.6 亿元，分别同比+25%、+28%、+25%；EPS 分别为 0.38、0.49、0.61 元。按照 2025 年 3 月 28 日收盘价 12.15 元计算，2024-2026 年对应 PE 为 32、25、20 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧、渠道拓展不及预期、产品推广不及预期、金价大幅波动等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,610	1,923	2,348	2,961	3,614
YoY (%)	28.6%	19.4%	22.1%	26.1%	22.1%
归母净利润(百万元)	54	80	100	128	159
YoY (%)	-22.8%	47.5%	24.7%	28.0%	24.5%
毛利率 (%)	16.6%	14.6%	14.1%	14.0%	14.1%
每股收益 (元)	0.27	0.35	0.38	0.49	0.61
ROE	6.7%	5.2%	6.2%	7.6%	8.9%
市盈率	45.00	34.71	31.89	24.91	20.00

资料来源：wind, 华西证券研究所；（收盘价为 2025 年 3 月 28 日）

正文目录

1. 公司简介：围绕东方美学与时尚珠宝，区域强势品牌向全国拓展.....	5
1.1. 产品矩阵：以东方美学与时尚珠宝为两大主线，打造年轻化的新消费珠宝品牌.....	5
1.2. 股权结构：股权结构集中稳定，经营发展稳定性高.....	5
1.3. 财务情况：收入及利润稳健增长，费用控制良好.....	6
2. 产品端：风华系列升级为子品牌，黄金戒指细分品类深耕.....	9
2.1. 产品差异化优势明显，具备较强打造“爆品”能力.....	9
2.2. 产品研发设计出色，新品迭代速度快.....	13
3. 渠道端：线上渠道前瞻布局，线下渠道稳步扩张.....	14
3.1. 线上渠道：较早进行深度布局，线上渠道强势破圈.....	14
3.2. 线下渠道：线下直营“攻坚打点”，加盟“覆盖打面”.....	15
4. 数字化驱动管理与经营.....	17
5. 品牌营销强化客户心智.....	17
6. 盈利预测与估值分析.....	18
7. 风险提示.....	20

图表目录

图 1 公司主要产品系列.....	5
图 2 公司股权结构（截至 24Q3 末）.....	6
图 3 公司营业收入及同比增速.....	6
图 4 公司归母净利润及同比增速.....	6
图 5 公司毛利率及净利率.....	8
图 6 公司费用率水平.....	8
图 7 公司素金饰品、镶嵌饰品收入及同比增速.....	9
图 8 公司素金饰品及镶嵌饰品毛利率.....	9
图 9 指爱针项链.....	10
图 10 指爱针项链线上与线下渠道传播.....	10
图 11 风华系列产品不断更新迭代.....	10
图 12 风华新形象实体店.....	11
图 13 黄金戒指系列.....	11
图 14 娇玉系列.....	12
图 15 蝴蝶系列.....	12
图 16 恋恋风情.....	12
图 17 辛德瑞拉.....	12
图 18 DIY 串珠系列.....	12
图 19 产品推陈出新速度快.....	13
图 20 公司线上电商渠道收入及同比增速.....	14
图 21 天猫旗舰店收入及同比增速、占电商收入比重.....	14
图 22 公司分渠道门店数量.....	15
图 23 公司分区域收入占比.....	15
图 24 公司直营店、专柜收入及占营收比重.....	15
图 25 公司直营店及专柜毛利及占毛利比重.....	15
图 26 公司加盟店收入及占营收比重.....	16
图 27 公司加盟店毛利及占毛利比重.....	16
图 28 曼卡龙 2024 版门店形象.....	16
图 29 “东方绝色” 2024 年曼卡龙新品发布会.....	18
图 30 德寿宫遗址博物馆内的曼卡龙国潮珠宝美学馆.....	18
图 31 曼卡龙×甄嬛传联名限定·专属礼盒.....	18
图 32 曼卡龙×甄嬛传联名盲盒.....	18

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 1 公司分产品及分渠道收入拆分.....	7
表 2 公司收入拆分与盈利预测.....	19
表 3 可比公司估值.....	20

1. 公司简介：围绕东方美学与时尚珠宝，区域强势品牌向全国拓展

1.1. 产品矩阵：以东方美学与时尚珠宝为两大主线，打造年轻化的新消费珠宝品牌

曼卡龙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，在华东区域有较高知名度和美誉度，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”、“OWNSHINE 慕璨”、设计师品牌“Ātman”、“宝若岚”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，其中素金饰品包括计克类、计件类（一口价）黄金饰品、铂金饰品、K 金饰品等，镶嵌饰品包括钻石饰品、天然及人工宝石珠宝首饰品等。公司的四大核心黄金品类为手工花丝、时尚黄金、DIY 和黄金点钻，公司高度重视产品的原创态度和时尚设计，明星主题系列有风华系列、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。

图 1 公司主要产品系列

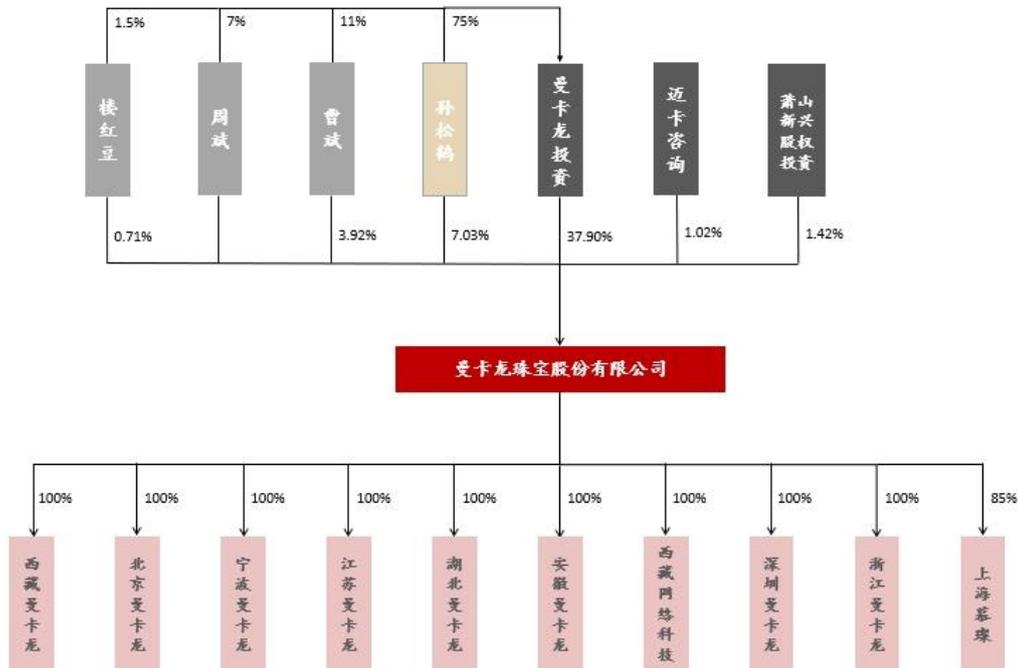


资料来源：公司公告，曼卡龙天猫官方旗舰店，华西证券研究所

1.2. 股权结构：股权结构集中稳定，经营发展稳定性高

股权结构集中稳定。董事长孙松鹤直接持有公司股份 7.03%，通过实际控制的曼卡龙投资间接持有 28.43%的股权，合计持有 35.46%的公司股份。在前十大股东中，曹斌为公司董事，直接或间接合计持股 8.09%。

图 2 公司股权结构（截至 24Q3 末）

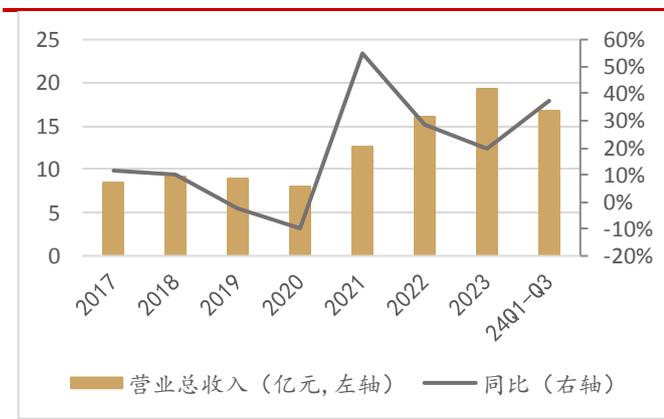


资料来源：iFinD，华西证券研究所绘制

1.3. 财务情况：收入及利润稳健增长，费用控制良好

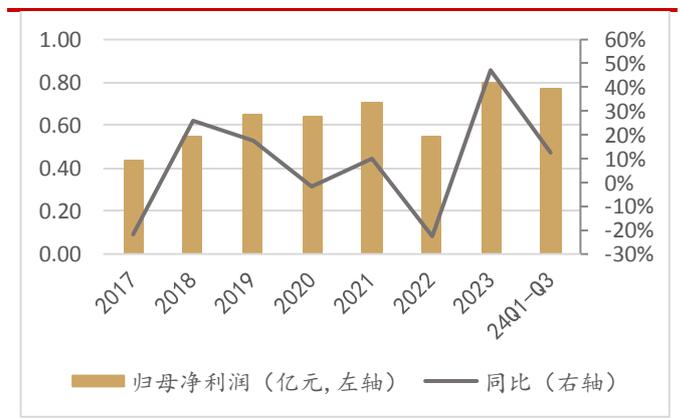
公司收入及归母净利润增长稳健。2017-2023 年，公司营收由 8.37 亿元增至 19.23 亿元，期间 CAGR 为 14.9%；归母净利润由 0.44 亿元增至 0.80 亿元，期间 CAGR 为 10.6%。24Q1-Q3，公司实现营收 16.73 亿元，同比+37.4%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比+12.5%。其中，24Q3，实现营收 4.47 亿元，同比+14.9%，归母净利润同比+16.1%达 0.20 亿元。

图 3 公司营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，华西证券研究所

图 4 公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，华西证券研究所

素金饰品为主要收入来源，电商业务收入占比提升。

1) **分产品拆分**：公司素金饰品中包括克重黄金、一口价黄金、黄金镶嵌、K 金产品等，素金饰品收入占比由 2018 年的 60.5% 增至 23 年的 92.0%，24H1 进一步增至 96.5%。2022 年至今，毛利率稳中有升，从 2022 年的 10.31% 增至 24H1 的 12.47%。

2) **分渠道拆分**：2023 年，线下直营收入占比 10% 左右，专柜收入占比 22%，加盟收入占比 20%，电商收入占比约 48%；直营毛利率在 30% 左右，专柜毛利率 22% 左右，加盟毛利率 8%-10%，电商毛利率 8%-10%。

表 1 公司分产品及分渠道收入拆分

单位：亿元		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业总收入		8.37	9.20	8.97	8.09	12.53	16.10	19.23	12.27
YoY		11.69%	9.82%	-2.51%	-9.81%	54.90%	28.57%	19.44%	47.92%
毛利率		22.87%	24.57%	25.78%	28.21%	20.00%	16.59%	14.64%	13.47%
按产品分类									
素金饰品	收入	5.08	5.56	5.75	5.06	9.50	13.39	17.69	11.84
	占比	60.66%	60.46%	64.13%	62.57%	75.88%	83.17%	92.01%	96.53%
	毛利率	12.83%	13.56%	16.66%	19.49%	12.17%	10.31%	11.94%	12.47%
镶嵌类饰品	收入	3.25	3.61	3.17	2.99	2.98	2.59	1.46	0.39
	占比	38.83%	39.24%	35.34%	36.96%	23.78%	16.10%	7.60%	3.16%
	毛利率	37.62%	41.11%	41.53%	42.21%	44.15%	45.43%	43.00%	35.83%
按渠道分类									
直营	收入	2.39	2.43	2.17	1.12	1.43	1.50	1.95	1.24
	占比	28.50%	26.47%	24.22%	13.86%	11.39%	9.33%	10.13%	10.08%
	毛利率	32.58%	34.41%	36.63%	37.98%	31.65%	32.14%	28.74%	32.34%
专柜	收入	3.66	3.76	4.15	3.74	4.91	4.67	4.29	2.29
	占比	43.74%	40.85%	46.24%	46.24%	39.19%	29.04%	22.30%	18.69%
	毛利率	25.14%	27.83%	27.29%	28.46%	23.74%	22.36%	22.74%	22.63%
加盟	收入	2.00	2.45	2.33	2.14	3.48	3.64	3.71	2.01
	占比	23.90%	26.63%	26.00%	26.45%	27.82%	22.63%	19.29%	16.41%
	毛利率	8.13%	13.16%	12.74%	13.22%	11.68%	9.99%	8.26%	8.48%
电商	收入	0.28	0.50	0.25	1.00	2.57	6.14	9.18	6.68
	占比	3.33%	5.39%	2.78%	12.34%	20.52%	38.12%	47.75%	54.44%
	毛利率	5.98%	5.01%	18.52%	46.45%	16.65%	10.77%	9.76%	7.88%

资料来源：iFinD，公司公告，华西证券研究所

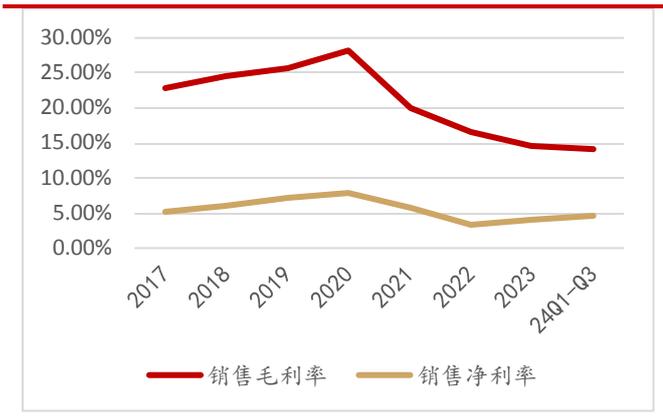
公司盈利能力稳定，费用控制良好。

1) **毛利率**：在珠宝行业从镶嵌转向素金趋势及公司发力线上渠道过程中，公司毛利率整体呈下滑趋势，但逐步趋稳，2023 年毛利率为 14.64%，24Q1-Q3 为 14.13%。

2) **费用率**：期间费用率控制良好，销售费用率先增后降，2017-2020 年呈增加趋势，从 2020 年的 13.24% 降至 2023 年的 6.31%，24Q1-Q3 进一步降为 6.08%；管理费用率稳中有降，从 2020 年的 4.80% 降至 2023 年的 3.43%，随公司管理效率提升，24Q1-Q3 降低为 2.69%；研发费用率维持稳定，2022 年至今维持在 0.05% 的水平。

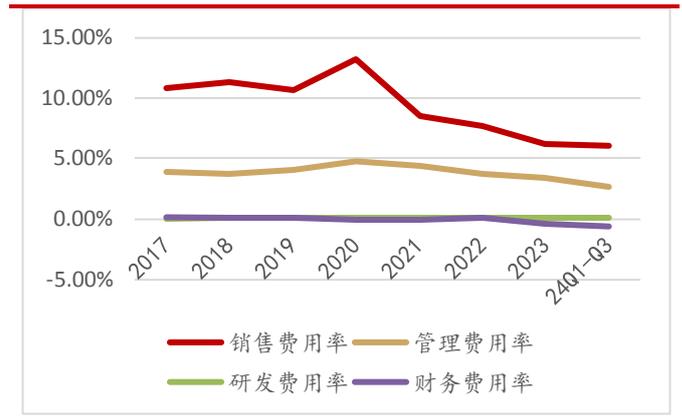
3) **净利率**：基于毛利率及费用率情况，2022 年至今，净利率水平企稳回升，2023 年以及 24Q1-Q3 净利率分别为 4.15% 及 4.61%。

图 5 公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，华西证券研究所

图 6 公司费用率水平



资料来源：iFinD，华西证券研究所

2. 产品端：风华系列升级为子品牌，黄金戒指细分品类深耕

2.1. 产品差异化优势明显，具备较强打造“爆品”能力

从“三爱一钻”到打造风华系列强势出圈，明星产品风华从单品到产品系列再到升级为子品牌；深耕时尚黄金戒指细分赛道做出差异化优势，形成公司“护城河”。

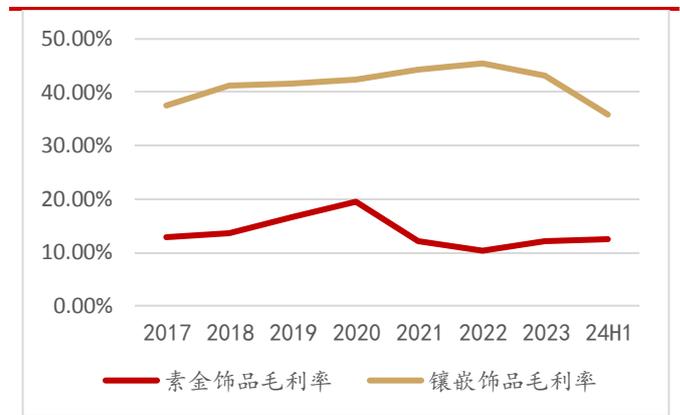
公司将年轻时尚的设计感融入传统黄金类饰品，提高素金饰品的毛利率水平。2017-2023年，素金饰品收入由5.08亿元增至17.69亿元，期间CAGR为23.1%，相应的营收比重从60.6%增至92.0%。2017-2020年，素金饰品毛利率由12.83%增至19.49%；2021年因公司对素金饰品中计克类黄金饰品开展促销活动，销售价格有所下降，同时低毛利率的计克类黄金收入占比提升，高毛利率的爱尚金收入占比下降，导致素金饰品毛利率同比下滑；2022年至今，随着风华产品、黄金戒指产品等高毛利率的产品系列收入占比提升，带动整体毛利率稳步上行，素金饰品毛利率由2022年的10.31%增至24H1的12.47%。

图7 公司素金饰品、镶嵌饰品收入及同比增速



资料来源：iFinD，华西证券研究所

图8 公司素金饰品及镶嵌饰品毛利率



资料来源：iFinD，华西证券研究所

公司如何打造“爆品”？公司通过小红书、抖音等平台，进行情感营销和内容种草营销，建立高效的内容营销模型，各平台联合发力提升内容营销效率，带动线上线下产品销售收入快速增长。过去几年，公司成功打造大单品指爱针、核心产品系列风华、黄金戒指等，娇玉系列、蝴蝶系列、中医养生系列持续创新与迭代。

1) 指爱针：“不偏不倚，我只爱你”。

指爱针的设计灵感来自于普罗旺斯的爱情传说，“指爱针”以“全球环游”作为外环，以“普罗旺斯的心脏”作为内环，采用了18K金镶嵌工艺，内环无论如何转动，都永远指向表盘上5:20的方向，寓意“不偏不倚，我只爱你”。公司针对不同平台的不同特性，有针对性地组建团队，以内容为导向进行平台的管理和投放。根据公司官微及2022年年报，2022年，单款“爆款”产品指爱针在抖音平台达9亿+话题曝光，互动1000万+，产品抖音单支视频达280万赞，7000万播放，并且在“520”、七夕期间，指爱针项链在天猫、京东的单品销售榜均为第一。

图 9 指爱针项链



资料来源：曼卡龙天猫旗舰店，华西证券研究所

图 10 指爱针项链线上与线下渠道传播



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2) 凤华系列：采用手工花丝、珐琅工艺与宝石镶嵌，结合故宫配色，主打国潮新风尚。据公司公告及投关活动记录表，凤华系列为克重类计价产品，其他宝石类、钻石类及品牌溢价都计入工费，有纯黄金、黄金镶嵌宝石、黄金镶嵌钻石、K 金镶嵌钻石产品，其毛利率水平较素金产品更高。凤华经历了从大单品到凤华产品系列再到凤华子品牌的过程，从戒指到项链、吊坠，延伸出凤华系列黄金套件（包括小兰花手链、凤华项链）以及后续衍生的凤盈、凤熹、凤玥、凤仪等系列产品；2025 年 3 月，采取红蓝撞色的花丝福禄双生戒指、耳饰、项链等产品上新。根据公司 2023 年 10 月投关活动记录表，2023 年，凤华系列在线下直营收入占比近 10%，随新品推出及产品系列持续迭代升级，其占收入比重有望继续提升，有望带动整体盈利能力上行。

图 11 凤华系列产品不断更新迭代



资料来源：曼卡龙珠宝微信公众号，华西证券研究所绘制

凤华子品牌：凤华升级为子品牌，并于 2024 年 8 月在西安赛格开设首家凤华子品牌线下门店。

图 12 风华新形象实体店



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3) 黄金戒指：融合东方美学与现代设计，深耕细分赛道形成公司“护城河”。

公司深耕黄金戒指细分类目，产品设计精美的同时，推新速度较快，在细分赛道做出差异化竞争优势。

图 13 黄金戒指系列



资料来源：曼卡龙天猫旗舰店，华西证券研究所

时尚珠宝产品系列持续迭代、东方时尚与现代审美主题不断推新。东方时尚主题的娇玉系列中的玲珑小娇玉戒指将清透温润的芙蓉石与葫芦结合，玲珑小紫葫戒指以清·粉彩大吉葫芦壁瓶为灵感来源，寓意福禄双收；蝴蝶系列采用高温珐琅工艺等，推出冰澜玉蝶、烟雨梦蝶等产品；现代审美主题的恋恋风情彰显贵气千金风、辛德瑞拉产品系列主打童话公主风、傲慢与偏见表达个性主义；DIY 串珠系列如中药养生系列、松软蛋糕坊系列、软心水果糖系列等获较多年轻群体青睐。

图 14 娇玉系列



资料来源：曼卡龙天猫旗舰店，华西证券研究所

图 15 蝴蝶系列



资料来源：曼卡龙天猫旗舰店，华西证券研究所

图 16 恋恋风情



资料来源：曼卡龙天猫旗舰店，华西证券研究所

图 17 辛德瑞拉



资料来源：曼卡龙天猫旗舰店，华西证券研究所

图 18 DIY 串珠系列



资料来源：曼卡龙天猫旗舰店，华西证券研究所

2.2. 产品研发设计出色，新品迭代速度快

公司高度重视产品研发与创新，打造“快时尚”潮流。公司以年轻消费群体为目标客户，品牌定位轻奢时尚，为满足消费者对款式新颖度、时尚度、个性化的需求，线上线下研发团队围绕曼卡龙主品牌、慕璨、宝若岚、曼卡龙风华等品牌进行研发设计，每年有千余款 SKU 上新，通过提高产品的更新迭代速度，提升消费者的复购率，打造珠宝饰品“快时尚”的消费潮流，获得消费者的青睐。截至 2024H1 末，公司持有外观设计专利 124 项，作品登记证书 106 项，软件著作权 3 项。

采用核心设计师+外部设计师模式，加快产品更新迭代速度。公司年度主题产品由公司核心设计师完成设计，外部设计师在核心设计师确定元素、主题、形态、价格等核心因素后进行设计和画图。在新品开发过程中，按照新品主题款和滚动开发产品款进行开发，通过专业的研发团队及创新型跨部门研发小组，根据时尚潮流和市场状态，加快产品更新迭代的速度，对市场认可的畅销款式进行延伸拓展。

产品数字化缩短产品研发、测试及推广周期。公司以产品数字化为引擎，每个闭环围绕消费者展开，从各个平台快速确定消费者的目标画像，在明确需求之后，和消费者、KOC、KOL 一起共创产品，从包装设计、产品开发、克重等，全链路参与到产品共创的每一个环节，产品数字化可以缩短新品研发、测试与推广的周期，从 1-3 个月缩短至 2-3 周。

从主打东方美学的手工花丝凤华戒指到彰显时尚美学的黄金戒指，以及融合流行元素、设计精巧的特色产品蝴蝶系列、春日物语、在逃公主、春雨等产品系列迭代速度快，再到与《甄嬛传》联名的“嬛嬛解语花”、“楚宫腰”等黄金戒指、小像冰箱贴、主题盲盒等系列产品，其他 IP 联名款、季节以及节气主题、心动春夏系等新品持续迭代中。

图 19 产品推陈出新速度快



资料来源：曼卡龙珠宝微信公众号，华西证券研究所绘制

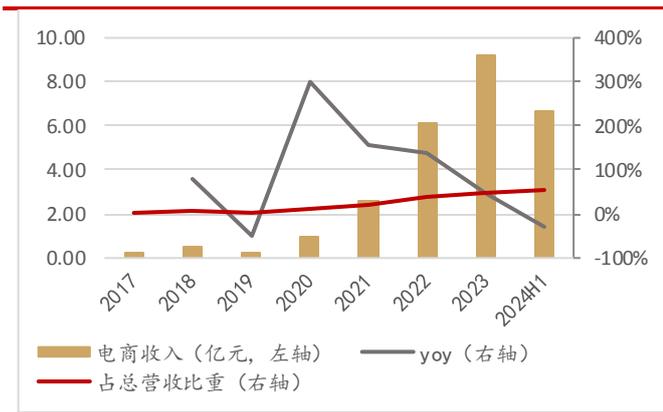
3. 渠道端：线上渠道前瞻布局，线下渠道稳步扩张

3.1. 线上渠道：较早进行深度布局，线上渠道强势破圈

公司从 2019 年开始大力布局线上渠道，通过做大做强中台系统赋能产品与品牌，电商业务的高增长离不开数字化平台的驱动，公司通过数据化驱动下的快速反应能力是核心优势。2021 年以来公司不断加强线上线下融合的战略布局，通过线上引爆、线下体验的方式，打造了指爱针、凤华等线上线下“爆款”产品。

电商渠道收入占比快速提升，深度合作天猫等现有渠道，持续优化产品结构。2017-2023 年，电商收入从 0.28 亿元增至 9.18 亿元，期间 CAGR 为 79.0%，占营收的比重从 3.3% 提升至 47.8%，24Q1-Q3 占收入比重进一步提升至 54.4%。2017-2019 年，公司电商主要销售渠道为天猫及唯品会；2020 年，因线下门店经营受影响，公司着力发展电商渠道，加大了对天猫、微盟等平台的销售力度，通过全员销售、直播带货等营销方式全面提升线上销售规模，微商城（包括微盟店、曼卡龙云商城、有赞商城和京东等）及天猫旗舰店收入增长均较明显；2021 年，唯品会渠道收入大幅增长；通过与现有天猫等渠道的深度合作，并借助“618”和“双 11”等电商平台活动契机，2022-2023 年，天猫旗舰店渠道增长明显，24H1 仍延续快速增长趋势，天猫渠道占电商收入比重提升至 75.3%。

图 20 公司线上电商渠道收入及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 天猫旗舰店收入及同比增速、占电商收入比重



资料来源：公司公告，华西证券研究所

线上渠道随高毛利渠道占比提升，优化产品结构，重视电商利润端，盈利能力有望持续优化。1) 高毛利渠道占比提升：从线上分渠道的盈利能力看，根据公司招股书，因天猫渠道为公司自营平台，直接面向终端消费者，天猫平台产品均价更高，且毛利率较高，而唯品会平台为批发平台，存在低价销售情形，故毛利率较低，天猫渠道占电商收入比重不断提升，从 2017 年的 31.2% 增至 24H1 的 75.3%，趋势有望延续。2) 优化产品结构，提高毛利率水平：线上电商渠道有电商专款和线上线下同款产品，因为线上产品偏向于流量款和经典款，线上渠道与线下渠道存在一定毛利差距，2023 年开始公司逐步加大线上与线下同款的品类，2023 年，电商产品 SKU 较 2022 年同期增长 100% 以上，产品动销率同比大幅提升。3) 注重利润端：根据公司 2025 年 1 月投关活动记录表，公司的电商渠道收入增长是长期投入的结果，目前公司将更加注重于利润的提升，追求全渠道的增长，提升电商业务的综合实力。

3.2. 线下渠道：线下直营“攻坚打点”，加盟“覆盖打面”

线下渠道策略为在核心城市及核心商圈开设直营店，其余区域开加盟店，同时门店覆盖范围从华东一带向全国范围进行拓展。公司秉持立足华东区域、逐步辐射周边省份乃至全国的理念，在品牌空白区域，首先设立直营店/专柜开拓市场，树立一定品牌效应后，再通过加盟方式引导业务有序扩张，通过直营与加盟的有机结合，同时发力网上销售渠道的建设，实现曼卡龙品牌力的全面提升。在成熟区域，公司直营和加盟同步推进，增加网点“密度”，强化市场占有率；在成长型区域，公司联合省区级运营中心直营和加盟协同发力，完善重点城市、核心商圈的网点布局。截至2024年8月底，公司已布局10省2市，建立以省级加盟代理为枝干，市级加盟代理为补充的全国加盟网络，聚焦省外门店增长。24H1末，公司门店总数量为224家，其中包括直营店45家，专柜60家，加盟店119家。从分区域收入占比看，24H1，杭州市占比11.6%、浙江省内其他区域占比16.8%、浙江省外其他地区占比9.8%、宁波市占比7.3%、电商收入占比54.4%。

图 22 公司分渠道门店数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 公司分区域收入占比

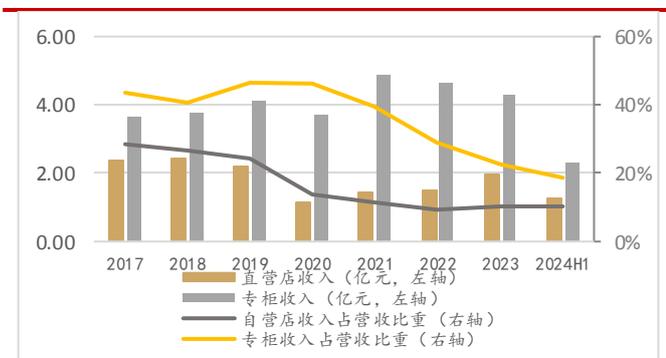


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1、线下自营及专柜

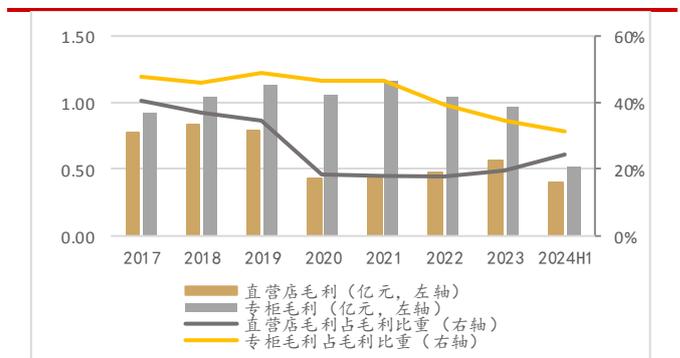
线下自营模式覆盖核心城市及核心商圈，对加盟店有辐射作用。公司顺应消费者购物习惯的变化，逐步关闭街边直营店，大力发展商场直营店和专柜，在专柜模式下考虑到商场扣点，毛利率低于直营店。2023年，直营店收入1.95亿元，占营收比重为10.13%，专柜收入4.29亿元，占营收比重22.30%；2023年，直营店毛利占总毛利比重为19.9%，专柜毛利占比34.6%。

图 24 公司直营店、专柜收入及占营收比重



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 公司直营店及专柜毛利及占毛利比重

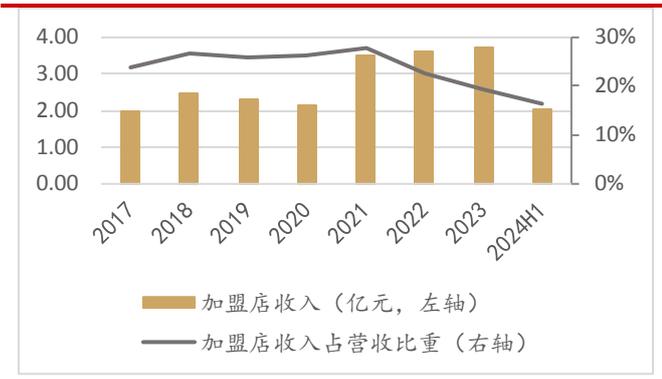


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2、线下加盟：网点数量稳步增长，空白区域加速开拓。

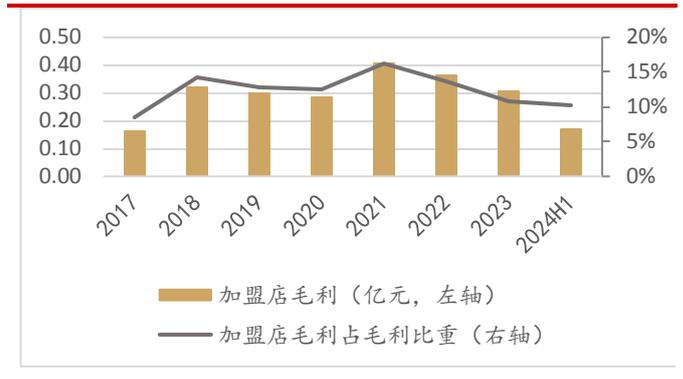
通过加盟省区级运营中心的逐渐建立，公司对省区级加盟商的综合开发、培训、供应链、营销等功能进行赋能，助力加盟店的快速成长。公司在 2012 年发展了首家加盟商，随着公司品牌市场知名度提升以及在战略上扩大加盟店覆盖率，加盟店数量持续增加，带动公司加盟收入增加，2017-2023 年，加盟收入从 2.00 亿元增至 3.71 亿元，期间 CAGR 为 10.8%，加盟收入占营收比重先增后降，2023 年其占营收比重为 19.3%，占毛利额的比重为 10.9%。

图 26 公司加盟店收入及占营收比重



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 27 公司加盟店毛利及占毛利比重



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司进一步优化门店、加盟商及供应商管理，加大市场开拓力度，提高公司产品市场份额，实现曼卡龙品牌的全国性扩张。截至 2024 年 8 月底，公司已布局 10 省 2 市，通过新的 SI 形象，于 2024 年 8 月首入北京市场，品牌终端门店形象完成新一轮的焕新升级，从空间色彩、产品陈列、橱窗展示等多个维度提升消费体验。通过线上线下相结合的销售模式拓展新渠道市场，公司将进一步开拓核心城市的核心区域，同时优化现有店铺的运营，实现持续的运营提效。

图 28 曼卡龙 2024 版门店形象



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 数字化驱动管理与经营

公司较早布局数据中台，用数字驱动经营及管理。公司数字化的本质是数字驱动经营和管理，核心是全渠道一体化的综合平台项目的布局和建设。

1) **搭建中台系统，实现主要环节数据透明化，协助门店进行库存管理与调配货。**2019 年开始，公司基于阿里云架构的业务中台系统上线，中台系统打通了各主要环节的业务数据，逐步实现从供应商端到销售的数据透明化，提高业务执行效率，准确、快速响应数据分析需求。通过上线数字化陈列系统，公司能够即时获取准确库存信息、实时高效的驱动门店动态调整陈列标准，结合销售分析热点货架、货位、货品，市场趋势和历史销售记录，进行需求预测，提升营销效率的同时达成库存的高效管理，并优化供应链流程。

2) **基于数据驱动的用户运营与高效营销。**2019 年开始，公司通过应用 GIC 营销平台，对会员管理、智能导购、消费者购买行为等进行数据管理和数据分析，对消费者的用户特征、个人偏好、销售活跃度等进行多维度数据分析，可以更精准的推送营销活动以及提高产品规划和备货效率。

5. 品牌营销强化客户心智

产品推广与品牌营销同步进行。公司的营销推广活动采取两条线相结合的模式，一条是品牌推广活动，一条是聚焦在产品美学本身的产品推广。

1) **注重小红书内容渠道运营：**公司的目标人群在小红书上较为典型，小红书客群与公司消费者匹配度非常高。根据公司 2023 年 1 月投关活动记录表，公司在线上的发展目标为打造线上全国品牌，电商销售渠道以时尚黄金产品为核心，持续推广与运营手工花丝风华系列等产品，通过营销内容不间断的进行产品推广种草，提高细分赛道的权重，2023 年全年款式推广数量近百款，笔记曝光 2.5 亿，最高笔记 7 万+赞，达到千万级曝光，进入小红书热搜榜前十。

2) **品牌推广活动：**23Q1 “风起东方 自成绝色” 珠宝艺术展奠定品牌东方时尚基调；23Q2 联名苏州博物馆发售“东方几何 绝色双生” 礼盒，强化产品爆款心智，助力产品时尚国潮风格与品牌认知深层出圈；2023 年下半年举办“东方绝色” 2024 年曼卡龙新品发布会。此外，公司在跨界合作夯实与拓宽曼卡龙品牌的宫廷美学印记，在与杭州南宋德寿宫遗址博物馆的联名合作中，曼卡龙国潮珠宝美学馆正式入驻德寿宫，并共创系列国潮珠宝产品；与国民级影视 IP 《甄嬛传》进行联名，推出了品类多样、造型萌趣的一系列联名黄金产品。

图 29 “东方绝色”2024 年曼卡龙新品发布会



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 30 德寿宫遗址博物馆内的曼卡龙国潮珠宝美学馆



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 31 曼卡龙×甄妮传联名限定·专属礼盒



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 32 曼卡龙×甄妮传联名盲盒



资料来源：公司公告，华西证券研究所

6. 盈利预测与估值分析

将公司收入按照渠道进行拆分，核心假设如下：

- 1) **直营店**：自营店数量扩张及提高同店效益同步进行，通过自营店覆盖核心城市的核心区域，同时优化现有店铺的运营，单店收入增长与店铺数量增加共同驱动直营店收入增长。我们预计 2024-2026 年，直营店收入分别同比+23%、+38%、+31%；且随着产品结构逐步优化，带动毛利率呈提升趋势，预计 2024-2026 年直营店毛利率分别为 32.4%、32.4%与 32.6%。
- 2) **专柜**：我们预计公司专柜收入变动趋势与过往年份趋同，预计 2024-2026 年专柜收入同比-6%、+5%与+4%，对应毛利率分别为 22.6%、22.8%与 22.8%。
- 3) **加盟店**：随公司自营门店逐步运营良好，将对周围加盟店带来较好带动作用，且公司从区域性强势珠宝品牌向全国性品牌扩张过程中，加盟门店数量有望继续稳健增长，且随着门店运营效率优化带动单店收入进一步提升，我们预计 2024-2026 年加盟店收入同比+6%、+13%与+16%，对应毛利率稳步提升，分别为 8.5%、8.6%与 8.7%。
- 4) **线上电商**：2020 年以来公司的线上电商收入规模增速较快，且在公司产品创新能力及品牌营销能力支撑下，品牌力有望进一步提升，随着公司在渠道运营更加精细化，有望带来电商业务快速增长，我们预计 2024-2026 年电

商收入同比+42%、+35%、+27%，随公司电商渠道优化与产品结构优化，将带来毛利率稳步提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 9.4%、9.6%与 9.8%。

5) 委托代销与其他业务收入占比较低，预计延续过往收入增速及毛利率水平。

表 2 公司收入拆分与盈利预测

按销售模式		2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收 (亿元)	19.23	23.48	29.61	36.14
	yoy	19.4%	22.1%	26.1%	22.1%
	毛利率	14.6%	14.1%	14.0%	14.1%
直营店	营收 (亿元)	1.95	2.39	3.30	4.31
	yoy	29.7%	22.9%	37.8%	30.6%
	毛利率	28.7%	32.4%	32.4%	32.6%
专柜	营收 (亿元)	4.29	4.02	4.22	4.38
	yoy	-8.3%	-6.3%	5.1%	3.7%
	毛利率	22.7%	22.6%	22.8%	22.8%
加盟店	营收 (亿元)	3.71	3.95	4.46	5.18
	yoy	1.8%	6.4%	13.0%	16.0%
	毛利率	8.3%	8.5%	8.6%	8.7%
线上电商	营收 (亿元)	9.18	13.04	17.55	22.20
	yoy	49.6%	42.0%	34.6%	26.5%
	毛利率	9.8%	9.4%	9.6%	9.8%
委托代销	营收 (亿元)	0.03	0.02	0.02	0.02
	yoy	6.8%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
	毛利率	14.0%	11.0%	11.0%	11.0%
其他业务	营收 (亿元)	0.08	0.06	0.05	0.05
	yoy	-34.6%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
	毛利率	94.7%	94.7%	94.7%	94.7%

资料来源：公司公告，华西证券研究所预测

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司实现营收 23.5、29.6 与 36.1 亿元，分别同比+22.1%、+26.1%、+22.1%，对应毛利率为 14.1%、14.0%与 14.1%。

费用率：

1) **销售费用率：**2021-2023 年，公司销售费用率分别为 8.6%、7.8%、6.3%，整体呈下降趋势，我们预计 2024-2026 年有望延续该趋势，分别为 6.2%、6.1%与 6.0%。

2) **管理费用率：**2021-2023 年，公司管理费用率分别为 4.5%、3.8%、3.4%，随管理效率提升，费用率呈下降趋势，我们预计 2024-2026 年管理费用率为 3.0%、2.7%与 2.6%。

3) **研发费用率：**公司注重研发与产品设计，2021-2023 年研发费用率保持在 0.1%，我们预计 2024-2026 年研发费用率仍保持稳定，保持在 0.1%的水平。

4) **财务费用率：**我们预计 2024-2026 年，公司财务费用率分别为-0.5%、-0.2%与-0.2%。

我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 1.00、1.28 与 1.59 亿元，分别同比+25%、+28%与+25%，EPS 分别为 0.38、0.49、0.61 元，2025 年 3 月 28 日收盘价 12.15 元对应 PE 为 32x、25x 与 20x。公司线上渠道快速增长，且盈利能力有望持续优化，线下门店优化提升，公司具备突出产品设计与迭代能力，在数据化驱动运营管理下，有望驱动品牌力上行。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300945.SZ	曼卡龙	12.15	0.38	0.49	0.61	32	25	20
002345.SZ	潮宏基	8.16	0.41	0.49	0.56	20	17	15
605599.SH	莱百股份	11.81	0.88	1.00	1.12	13	12	11
600916.SH	中国黄金	8.77	0.59	0.68	0.75	15	13	12

资料来源：wind，华西证券研究所（收盘价为 2025 年 3 月 28 日，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期）

7. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧；
- 2) 渠道拓展不及预期；
- 3) 产品推广不及预期；
- 4) 金价大幅波动。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,923	2,348	2,961	3,614	净利润	80	100	127	159
YoY (%)	19.4%	22.1%	26.1%	22.1%	折旧和摊销	20	27	21	18
营业成本	1,642	2,018	2,545	3,106	营运资金变动	-51	-52	-112	-115
营业税金及附加	12	15	19	23	经营活动现金流	51	76	39	65
销售费用	121	144	181	217	资本开支	-7	-33	-8	-8
管理费用	66	70	80	94	投资	-17	-180	-25	-20
财务费用	-8	-11	-7	-6	投资活动现金流	-23	-321	-36	-30
研发费用	1	1	1	2	股权募资	686	0	1	0
资产减值损失	-1	-1	-2	-2	债务募资	50	58	0	0
投资收益	0	0	1	1	筹资活动现金流	699	12	-54	-67
营业利润	103	120	153	191	现金净流量	727	-233	-51	-32
营业外收支	-6	2	2	2					
利润总额	97	121	155	193	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	17	22	28	35	成长能力				
净利润	80	100	127	159	营业收入增长率	19.4%	22.1%	26.1%	22.1%
归属于母公司净利润	80	100	128	159	净利润增长率	47.5%	24.7%	28.0%	24.5%
YoY (%)	47.5%	24.7%	28.0%	24.5%	盈利能力				
每股收益	0.35	0.38	0.49	0.61	毛利率	14.6%	14.1%	14.0%	14.1%
					净利率	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%
					总资产收益率 ROA	6.2%	5.7%	6.8%	8.1%
					净资产收益率 ROE	5.2%	6.2%	7.6%	8.9%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
货币资金	943	710	659	627	流动比率	12.18	8.04	7.83	7.71
预付款项	3	3	4	4	速动比率	7.92	4.96	4.49	4.15
存货	519	559	662	771	现金比率	7.23	3.58	3.04	2.66
其他流动资产	123	322	372	413	资产负债率	8.1%	11.1%	11.5%	11.7%
流动资产合计	1,587	1,594	1,696	1,815	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.50	1.34	1.59	1.84
固定资产	80	80	79	78	每股指标 (元)				
无形资产	1	0	0	0	每股收益	0.35	0.38	0.49	0.61
非流动资产合计	104	220	214	208	每股净资产	5.92	6.15	6.45	6.81
资产合计	1,691	1,814	1,910	2,024	每股经营现金流	0.19	0.29	0.15	0.25
短期借款	50	105	105	105	每股股利	0.12	0.15	0.19	0.24
应付账款及票据	22	22	28	33	估值分析				
其他流动负债	59	71	84	97	PE	34.71	31.89	24.91	20.00
流动负债合计	130	198	217	235	PB	2.39	1.98	1.88	1.78
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	7	3	3	2					
非流动负债合计	7	3	3	2					
负债合计	137	201	219	238					
股本	262	262	262	262					
少数股东权益	2	2	1	1					
股东权益合计	1,553	1,613	1,691	1,786					
负债和股东权益合计	1,691	1,814	1,910	2,024					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。