

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

曼卡龙(300945.SZ)

投资评级

上次评级

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

曼卡龙(300945.SZ) 2024&25Q1 点评: 业绩超预期, 产品差异化优势驱动品牌势能增长

2025年4月27日

事件: 公司发布 2024&25Q1 业绩, 2024 年实现营收 23.57 亿元/yoy+22.55%, 实现归母净利润 0.96 亿元/yoy+20.02%, 扣非归母净利润 0.81 亿元/yoy+13.47%, 经营活动现金流净额 1.11 亿元/yoy+117.93%。2025Q1 实现收入 7.14 亿元/yoy+42.87%, 归母净利润 0.43 亿元/yoy+33.52%, 扣非归母净利润 0.40 亿元/yoy+25.95%, 经营活动现金流净额 0.16 亿元/yoy-25.31%。2024 年度, 公司拟每股派发现金红利 0.14 元(含税), 现金分红总额 0.37 亿元, 分红率 38.17%。

点评:

践行互联网线上战略, 以线上赋能线下, 实现全渠道发展。2024 年分主要销售渠道来看, 直营店/专柜/加盟/电商分别实现收入 2.7/4.1/3.8/12.9 亿元, 毛利率分别为 31.06%/23.77%/9.13%/7.17%, 其中, 电商渠道收入同增 40.76%, 占公司营收的 54.83%, 贡献了 2024 年主要收入增长。公司通过打造互联网电商的综合运营能力, 搭建线上新零售平台, 赋能线下消费, 并通过提升线下门店体验感促进线上销售。2024 年线下渠道收入(含委托加盟) 10.56 亿元, 同增 5.92%, 主要来自渠道扩张。截至 2024 期末, 公司门店 235 家, 净增加 67 家, 已覆盖 15 省 2 市, 其中直营/专柜/加盟分别 54/60/121 家, 分别净增 19 家/净关 3 家/净增 1 家。2024 年新增的省外门店占比 66%, 省外地区收入同增 87.28%, 主要得益于公司以线上赋能线下的运营战略, 省外区域实现快速发展。2025Q1, 公司线上/线下分别实现收入 2.83/4.31 亿元, 同增 60.80%/33.02%, 线上线均表现亮眼。

2024 年直营+专柜/加盟单店毛利分别同增 6.15%/9.94%, 黄金表现亮眼, 镶嵌受行业影响形成拖累。2024 年公司直营+专柜单店收入 637 万元, 同降 1.92%, 其中镶嵌单店收入 43.27 万元, 同降 46.39%; 直营+专柜单店毛利 169.73 万元, 同增 6.15%, 其中镶嵌单店毛利 19.05 万元, 同降 48.21%。2024 年公司加盟单店收入 321 万元, 同降 0.48%, 其中镶嵌单店收入 11.35 万元, 同降 53.04%; 加盟单店毛利 29.30 万元, 同增 9.94%, 其中镶嵌单店毛利 2.20 万元, 同降 60.36%。分产品来看, 镶嵌收入、利润下滑幅度较大, 黄金表现亮眼, 为单店毛利增长的核心驱动。2024 年公司素金饰品/镶嵌饰品分别实现收入 22.8/0.68 亿元, 同比+29%/ -54%, 素金饰品毛利率 12.37%, 同比提升 0.43pct。公司聚焦 Z 世代审美, 以“经典国潮+轻奢时尚”双线驱动, 打造“年轻、时尚、活力”的品牌关键词, 在黄金首饰领域形成差异化产品优势, 实现品牌力提升。

盈利预测: 我们预计公司 25/26/27 年营收分别为 30/39/48 亿元, 同比 +29%/+28%/+24%, 归母净利润分别为 1.28/1.65/2.10 亿元, 同比

+33%/+29%/+27%，对应 2025 年 4 月 25 日收盘价 PE 分别为 25/19/15X。

风险因素: 产品推新不及预期, 渠道扩张不及预期, 线上竞争加剧致电商 ROI 下降, 金价剧烈波动。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,923	2,357	3,047	3,886	4,814
增长率 YoY %	19.4%	22.6%	29.3%	27.5%	23.9%
归属母公司净利润 (百万元)	80	96	128	165	210
增长率 YoY%	47.5%	20.0%	32.9%	29.4%	27.1%
毛利率%	14.6%	13.4%	13.0%	12.7%	12.5%
净资产收益率ROE%	5.2%	6.0%	7.5%	9.1%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.37	0.49	0.63	0.80
市盈率 P/E(倍)	40.09	33.40	25.14	19.42	15.29
市净率 P/B(倍)	2.07	1.99	1.89	1.77	1.64

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,587	1,588	1,705	1,865	2,066	
货币资金	943	720	720	760	844	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	53	53	57	59	61	
预付账款	3	4	5	7	8	
存货	519	532	626	725	819	
其他	70	280	297	315	333	
非流动资产	104	220	215	209	202	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	80	78	78	78	78	
无形资产	1	0	0	0	0	
其他	23	142	136	131	125	
资产总计	1,691	1,809	1,919	2,074	2,268	
流动负债	130	180	205	245	292	
短期借款	50	95	105	120	140	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	22	17	22	28	35	
其他	59	68	78	96	117	
非流动负债	7	12	12	12	12	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	7	12	12	12	12	
负债合计	137	192	216	256	304	
少数股东权益	2	3	3	4	5	
归属母公司股东权益	1,551	1,614	1,699	1,813	1,959	
负债和股东权益	1,691	1,809	1,919	2,074	2,268	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,923	2,357	3,047	3,886	4,814	
同比 (%)	19.4%	22.6%	29.3%	27.5%	23.9%	
归属母公司净利润	80	96	128	165	210	
同比	47.5%	20.0%	32.9%	29.4%	27.1%	
毛利率 (%)	14.6%	13.4%	13.0%	12.7%	12.5%	
ROE%	5.2%	6.0%	7.5%	9.1%	10.7%	
EPS (摊薄)(元)	0.31	0.37	0.49	0.63	0.80	
P/E	40.09	33.40	25.14	19.42	15.29	
P/B	2.07	1.99	1.89	1.77	1.64	
EV/EBITDA	24.60	19.11	16.01	12.37	9.58	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,923	2,357	3,047	3,886	4,814	
营业成本	1,642	2,042	2,650	3,392	4,213	
营业税金及附加	12	15	19	24	30	
销售费用	121	137	168	202	238	
管理费用	66	68	82	99	116	
研发费用	1	2	2	2	2	
财务费用	-8	-11	-8	-7	-7	
减值损失合计	-1	-7	-1	-1	-1	
投资净收益	0	2	2	2	2	
其他	15	14	17	22	27	
营业利润	103	113	151	197	251	
营业外收支	-6	3	3	3	3	
利润总额	97	117	154	200	254	
所得税	17	20	26	34	43	
净利润	80	97	128	166	211	
少数股东损益	0	1	1	1	1	
归属母公司净利润	80	96	128	165	210	
EBITDA	115	126	163	210	264	
EPS (当年)(元)	0.35	0.37	0.49	0.63	0.80	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	51	111	60	102	154	
净利润	80	97	128	166	211	
折旧摊销	20	25	17	17	17	
财务费用	0	-3	3	3	4	
投资损失	0	-2	-2	-2	-2	
营运资金变动	-51	-13	-86	-82	-75	
其它	2	6	0	0	0	
投资活动现金流	-23	-494	-21	-21	-20	
资本支出	-7	-9	-5	-5	-5	
长期投资	-17	-220	-15	-15	-15	
其他	1	-265	-1	-1	-1	
筹资活动现金流	699	-9	-39	-41	-49	
吸收投资	686	0	1	0	0	
借款	50	45	10	15	20	
支付利息或股息	-22	-34	-48	-56	-69	
现金流净增加额	727	-392	-1	40	85	

研究团队简介

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服分析师。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达商社团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达商社团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。