

2025 年 04 月 27 日

深耕珠宝首饰垂类赛道，线上线下增速亮眼

曼卡龙(300945)

评级：	增持	股票代码：	300945
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价：	14.62/7.64
目标价格：		总市值(亿)	32.10
最新收盘价：	12.25	自由流通市值(亿)	29.20
		自由流通股数(百万)	238.33

事件概述：

公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 23.57 亿元，同比+22.55%；实现归母净利润 9612.51 万元，同比+20.02%。发布 2024 年年度利润分配预案，每 10 股拟派发现金红利 1.40 元，合计派发现金 3669 万元，现金分红比例为 38.17%。2025 年一季度，公司实现收入 7.14 亿元，同比+42.87%；实现归母净利润 4301.46 万元，同比+33.52%。

分析判断：

► 深化东方时尚形象，线上与线下全渠道协同发展

线上渠道：线上赋能线下，实现全渠道的协同发展。2024 年，公司电商业务实现收入 12.93 亿元，同比+40.76%，占营收比重达 54.83%，其中，天猫渠道持续优化品类结构，实现销售收入 8.53 亿元，同比+32.23%。公司线上业务持续增长，拓展多种线上平台，其中，主题系列风华系列、黄金戒指系列、傲慢与偏见系列、辛德瑞拉系列等产品线上销售占比逐年提升。25Q1，线上业务收入 2.83 亿元，同比+60.80%，收入占比为 39.64%。

线下渠道：重点提升线下门店运营能力，提高单店效益，实现品牌全国性扩张。2024 年，直营店收入为 2.66 亿元，同比+36.50%；专柜收入 4.09 亿元，同比-4.52%；加盟渠道收入 3.79 亿元，同比+2.12%。2024 年，公司线下直营与专柜平均单店毛利同比+6.15%；通过线上线下相结合拓展新渠道市场，省外地区营业收入同比+87.28%。截至 2024 年末，终端门店数量 235 家，新增门店合计 67 家，净增 17 家，门店已覆盖 15 省 2 市，2024 年新增的省外门店占比 66%。25Q1，线下业务收入 4.31 亿元，同比+33.02%，线下业务占比为 60.36%。

► 控费效果明显增强，盈利能力稳中向好

毛利率端：2024 年，线下渠道毛利率同比上行。2024 年，公司毛利率为 13.38%，同比-1.26 pct；25Q1，公司毛利率为 15.78%，同比-1.39 pct，或与电商渠道占比及素金饰品的占比提升有关。分产品看，2024 年，素金饰品毛利率为 12.37%，同比+0.43 pct。分销售模式看，直营店毛利率同比+2.32 pct 至 31.06%，专柜毛利率同比+1.03 pct 至 23.77%，加盟毛利率为 9.13%，同比+0.87 pct，或系终端门店产品结构优化所带动；电商业务毛利率为 7.17%，同比-2.59 pct。

费用率端：随收入增加及控费能力增强，带来销售费用率与管理费用率的持续优化。2024 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 5.8%、2.9%、0.1%、-0.4%，分别同比-0.48、-0.55、+0.01、-0.05 pct；25Q1，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 5.6%、2.2%、0.1%、-0.1%，分别同比-0.81、-0.62、+0.03、+0.73 pct，销售费用率与管理费用率同比显著优化，或与公司优化组织机制、推行合伙人模式和项目制小组等，实行扁平化管理，提升全渠道人效有关。

净利率端：基于毛利率与费用率情况，2024 年，公司净利率为 4.11%，同比-0.03 pct；25Q1，净利率为 6.02%，同比-0.42 pct。

► 精准的品牌与产品定位，全渠道协同发展，品牌力不断深化，未来增长可期

产品端：持续深耕珠宝饰品垂类赛道，打造以年轻审美为标识的东方时尚品牌。核心产品系列包括风华系列、娇玉系列、黄金戒指系列、蝴蝶系列、傲慢与偏见系列、恋恋风情系列、辛德瑞拉系列等；联动消费者/KOL 全链路参与研发，新品周期从 3 个月压至 3 周；全年研发超千款，覆盖主品牌及品牌矩阵，构筑设计护城河。

渠道端：线上赋能线下，实现全渠道协同发展。公司开店策略是在核心城市的核心商圈开设直营店，其他地方拓展加盟；公司拓展省外加盟市场，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开发网络，聚焦省外门店增长，通过产品结构的优化、运营精细化管理和门店优化；全门店接入公司中台系统，通过加盟商 BI 报表，实时监控核心经营指标。凭借品牌优势、质量优势与渠道优势，有望不断提高产品的市场份额，实现曼卡龙品牌的全国性扩张。

营销端：“经典国潮+轻奢时尚”双线驱动，品牌影响力不断深化。以小红书为品牌战略平台，全年款式推广数量超百余款，内容曝光 5 亿+，最高笔记 19 万赞，小红书珠宝配饰行业热门品牌第二，黄金小类渗透率行业第二。2024 年，公司跨界德寿宫打造国潮美学馆，联名《甄嬛传》推出萌趣黄金系列，登陆巴黎时装周；同时，品牌终端门店形象完成新一轮换新升级，打造曼卡龙新形象店与曼卡龙凤华珠宝馆，推动品牌力不断深化。

投资建议

结合公司 2024 年年报及 2025 年一季报，我们调整公司盈利预测，预计公司 25-27 年营业收入分别为 29.8/36.9/44.8 亿元（25-26 年前值为 29.6/36.1 亿元），归母净利润为 1.31/1.62/1.92 亿元（25-26 年前值为 1.28/1.59 亿元），相应 EPS 分别为 0.50/0.62/0.73 元（25-26 年前值为 0.49/0.61 元），2025 年 4 月 25 日收盘价 12.25 元对应 PE 分别为 25/20/17 倍，维持“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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,923	2,357	2,980	3,691	4,482
YoY (%)	19.4%	22.6%	26.4%	23.9%	21.4%
归母净利润(百万元)	80	96	131	162	192
YoY (%)	47.5%	20.0%	35.8%	24.1%	18.2%
毛利率 (%)	14.6%	13.4%	14.3%	14.0%	13.8%
每股收益 (元)	0.35	0.37	0.50	0.62	0.73
ROE	5.2%	6.0%	7.7%	9.0%	10.0%
市盈率	35.00	33.11	24.59	19.81	16.76

资料来源：wind，华西证券研究所；（注：收盘价为 2025 年 4 月 25 日）

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

联系人：褚菁菁

邮箱：chujj@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,357	2,980	3,691	4,482	净利润	97	132	163	193
YoY (%)	22.6%	26.4%	23.9%	21.4%	折旧和摊销	25	27	21	13
营业成本	2,042	2,555	3,175	3,865	营运资金变动	-13	-140	-130	-166
营业税金及附加	15	19	24	29	经营活动现金流	111	21	57	42
销售费用	137	173	210	251	资本开支	-9	-7	-7	-7
管理费用	68	83	103	126	投资	-220	-25	-25	-25
财务费用	-11	-4	-3	-2	投资活动现金流	-494	-36	-34	-34
研发费用	2	2	3	3	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-7	-1	-1	-1	债务募资	45	15	-2	-2
投资收益	2	1	1	1	筹资活动现金流	-9	-39	-68	-79
营业利润	113	156	194	230	现金净流量	-392	-54	-45	-71
营业外收支	3	3	3	3	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	117	158	197	232	成长能力				
所得税	20	27	33	39	营业收入增长率	22.6%	26.4%	23.9%	21.4%
净利润	97	132	163	193	净利润增长率	20.0%	35.8%	24.1%	18.2%
归属于母公司净利润	96	131	162	192	盈利能力				
YoY (%)	20.0%	35.8%	24.1%	18.2%	毛利率	13.4%	14.3%	14.0%	13.8%
每股收益	0.37	0.50	0.62	0.73	净利率	4.1%	4.4%	4.4%	4.3%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	5.5%	7.1%	8.3%	9.2%
货币资金	720	667	621	551	净资产收益率 ROE	6.0%	7.7%	9.0%	10.0%
预付款项	4	5	5	6	偿债能力				
存货	532	667	793	954	流动比率	8.83	8.22	8.23	8.25
其他流动资产	333	371	412	455	速动比率	5.73	4.89	4.55	4.13
流动资产合计	1,588	1,709	1,831	1,965	现金比率	4.00	3.21	2.79	2.31
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	10.6%	11.3%	11.3%	11.2%
固定资产	78	77	77	75	经营效率				
无形资产	0	0	0	0	总资产周转率	1.35	1.60	1.87	2.14
非流动资产合计	220	207	199	198	每股指标（元）				
资产合计	1,809	1,916	2,030	2,164	每股收益	0.37	0.50	0.62	0.73
短期借款	95	115	115	115	每股净资产	6.16	6.47	6.85	7.30
应付账款及票据	17	21	26	32	每股经营现金流	0.42	0.08	0.22	0.16
其他流动负债	68	72	81	91	每股股利	0.14	0.19	0.24	0.28
流动负债合计	180	208	223	238	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	33.11	24.59	19.81	16.76
其他长期负债	12	9	7	5	PB	1.86	1.89	1.79	1.68
非流动负债合计	12	9	7	5					
负债合计	192	217	230	243					
股本	262	262	262	262					
少数股东权益	3	4	5	7					
股东权益合计	1,617	1,699	1,801	1,921					
负债和股东权益合计	1,809	1,916	2,030	2,164					

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。

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。