

曼卡龙 (300945.SZ)

强烈推荐 (维持)

业绩增速亮眼，全渠道协同发挥差异化优势

公司 24 年及 25Q1 业绩取得亮眼增长，24 年营收+23%、归母净利润+20%，25Q1 营收+43%、归母净利润+34%。线上线下全渠道协同，25Q1 线上+61%、线下+33%，展现了公司差异化品牌定位、个性化产品设计、数字化管理经营的核心优势。同时在良好的费用管控下，公司盈利能力有望稳中向好。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.26 亿元、1.58 亿元、1.88 亿元，同比增速分别为 31%、25%、19%，对应 25PE30X，维持“强烈推荐”评级。

□ 业绩增速亮眼，25Q1 增长提速。2024 年公司实现营收 23.57 亿元（同比 +22.55%），归母净利润 0.96 亿元（+20.02%），扣非归母净利润 0.81 亿元（+13.47%）。2025Q1 营收 7.14 亿元（+42.87%），归母净利润 0.43 亿元（+33.52%），扣非归母净利润 0.40 亿元（同比+25.95%）。公司同时发布 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%。

□ 线上线下高增，全渠道赋能协同发展。2024 年电商收入 12.93 亿元（+40.76%），占总营收比重提升至 54.83%，线上渠道优势持续巩固。其中天猫旗舰店收入 8.53 亿元（+32.23%），抖音、快手等新兴直播电商渠道增长迅猛，快手收入 0.60 亿元（+807.26%），抖音收入 0.99 亿元（+173.68%）。线下渠道中，直营店收入 2.66 亿元（+36.50%），受益于新开门店及同店增长；专柜收入 4.09 亿元（-4.52%）；加盟收入 3.79 亿元（+2.12%）。25Q1 线上业务收入 2.83 亿元（+60.80%），延续高增长态势；线下业务收入 4.31 亿元（+33.02%），同样明显跑赢行业。

□ 受产品及渠道结构影响毛利率有所下滑，费用控制较好，盈利能力稳中向好。

1) 2024 年毛利率 13.38% (-1.26pct)，主要受产品结构变化及低毛利电商渠道占比提升影响。分产品看，素金饰品毛利率 12.37% (+0.43pct)，镶嵌饰品毛利率 37.10% (-11.73pct)；分渠道看，直营店 31.06% (+2.32pct)、专柜 23.77% (+1.03pct)、加盟 9.13% (+0.87pct)、电商 7.17% (-2.59pct)，线下渠道毛利率改善，电商渠道毛利率仍有下滑。费用端，2024 年销售费用率 5.83% (-0.48pct)、管理费用率 2.88% (-0.55pct)，管控效果良好，全年销售净利率为 4.11% (-0.04pct)。

2) 25Q1 毛利率 15.78% (-1.39pct)，费用端销售费用率 5.59% (-0.81pct)、管理费用率 2.22% (-0.63pct)，25Q1 销售净利率 6.02% (-0.42pct)。

□ 门店稳步扩张，2024 年末终端门店数量 235 家，全年净增 17 家，其中加盟店年末数量达 121 家（净增 1 家）、直营店 54 家（净增 19 家）、专柜 60 家（净减 3 家），直营门店拓展加速，尤其在省外区域拓店加快，门店空间较大。

□ 盈利预测及投资建议。公司持续深化数字化管理经营，差异化定位于轻奢时尚，注重年轻群体，渠道方面持续布局；品牌力、产品力及渠道能力均有望进一步提升。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.26 亿元、1.58 亿元、

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

当前股价：14.55 元

基础数据

总股本 (百万股)	262
已上市流通股 (百万股)	238
总市值 (十亿元)	3.8
流通市值 (十亿元)	3.5
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	6.4
资产负债率	11.8%
主要股东	浙江万隆曼卡龙投资有限公司
主要股东持股比例	37.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	36	29
相对表现	21	41	23



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《曼卡龙 (300945) — 24Q3 业绩稳健增长，线上渠道延续高增》2024-10-30
- 《曼卡龙 (300945) — 24H1 营收延续较快增长，利润率有所下滑》2024-09-02
- 《曼卡龙 (300945) — 金饰品类持续热销，电商表现亮眼》2024-05-01

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

王雪玉 研究助理

✉ wangxueyu@cmschina.com.cn

1.88 亿元，同比增速分别为 31%、25%、19%，对应 25PE30X，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**金价波动的风险，黄金珠宝需求不及预期的风险，线下门店拓展不及预期的风险，线上增速放缓的风险，盈利能力下滑的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1923	2357	3010	3711	4440
同比增长	19%	23%	28%	23%	20%
营业利润(百万元)	103	113	152	191	227
同比增长	55%	10%	34%	26%	19%
归母净利润(百万元)	80	96	126	158	188
同比增长	47%	20%	31%	25%	19%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.48	0.60	0.72
PE	47.6	39.7	30.2	24.1	20.3
PB	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1587	1588	1581	1713	1865
现金	943	720	573	529	496
交易性投资	30	250	250	250	250
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	53	53	49	61	73
其它应收款	6	8	10	13	15
存货	519	532	666	820	983
其他	37	26	33	40	48
非流动资产	104	220	217	214	211
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	80	78	76	74	73
无形资产商誉	1	0	0	0	0
其他	23	142	140	139	138
资产总计	1691	1809	1798	1927	2077
流动负债	130	180	79	86	93
短期借款	50	95	0	0	0
应付账款	22	17	22	27	33
预收账款	6	6	8	9	11
其他	52	62	49	49	49
长期负债	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	90	97	105
股本	262	262	262	262	262
资本公积金	780	778	778	778	778
留存收益	510	574	664	784	925
少数股东权益	2	3	4	5	7
归属于母公司所有者权益	1551	1614	1704	1824	1965
负债及权益合计	1691	1809	1798	1927	2077

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	51	111	(19)	(20)	1
净利润	80	97	127	159	190
折旧摊销	8	8	6	5	5
财务费用	0	(3)	(2)	(4)	(4)
投资收益	(0)	(2)	(16)	(12)	(12)
营运资金变动	(36)	11	(135)	(175)	(185)
其它	(1)	(1)	0	6	7
投资活动现金流	(23)	(494)	14	9	9
资本支出	(8)	(9)	(2)	(2)	(2)
其他投资	(15)	(485)	16	12	12
筹资活动现金流	699	(9)	(142)	(33)	(43)
借款变动	27	9	(108)	0	0
普通股增加	57	0	0	0	0
资本公积增加	626	(1)	0	0	0
股利分配	(22)	(32)	(36)	(38)	(47)
其他	10	15	2	4	4
现金净增加额	727	(392)	(147)	(44)	(33)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1923	2357	3010	3711	4440
营业成本	1642	2042	2599	3199	3834
营业税金及附加	12	15	19	24	28
营业费用	121	137	169	209	241
管理费用	66	68	84	100	119
研发费用	1	2	2	3	3
财务费用	(8)	(11)	(2)	(4)	(4)
资产减值损失	(2)	(7)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	16	14	14	10	10
投资收益	0	2	2	2	2
营业利润	103	113	152	191	227
营业外收入	0	4	2	2	2
营业外支出	6	1	1	1	1
利润总额	97	117	153	192	229
所得税	17	20	26	33	39
少数股东损益	(0)	1	1	1	2
归属于母公司净利润	80	96	126	158	188

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	19%	23%	28%	23%	20%
营业利润	55%	10%	34%	26%	19%
归母净利润	47%	20%	31%	25%	19%
获利能力					
毛利率	14.6%	13.4%	13.7%	13.8%	13.7%
净利率	4.2%	4.1%	4.2%	4.3%	4.2%
ROE	6.8%	6.1%	7.6%	9.0%	9.9%
ROIC	6.4%	5.1%	7.2%	8.7%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	8.1%	10.6%	5.0%	5.0%	5.0%
净负债比率	3.6%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	12.2	8.8	20.1	20.0	20.1
速动比率	8.2	5.9	11.6	10.4	9.5
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.7	2.0	2.2
存货周转率	3.4	3.9	4.3	4.3	4.3
应收账款周转率	42.6	44.6	59.0	67.6	66.7
应付账款周转率	86.4	105.0	131.9	129.9	128.4
每股资料(元)					
EPS	0.31	0.37	0.48	0.60	0.72
每股经营净现金	0.19	0.42	-0.07	-0.08	0.00
每股净资产	5.92	6.16	6.50	6.96	7.50
每股股利	0.12	0.14	0.14	0.18	0.22
估值比率					
PE	47.6	39.7	30.2	24.1	20.3
PB	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	27.1	25.1	17.2	14.0	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。