

曼卡龙 (300945)

差异化珠宝品牌定位，引流黄金年轻化潮流趋势

◆ 黄金珠宝新消费引领者，全渠道战略赋能高质量增长。公司始终坚持“每一天的珠宝”品牌定位，聚焦年轻都市女性消费群体，构建了涵盖素金饰品、镶嵌饰品及 IP 联名产品在内的多元产品体系。依托深厚的设计能力与制造资源，公司已形成线上线下融合发展的全渠道零售体系，线上覆盖天猫、抖音、快手等核心平台，线下已在全国布局超 230 家门店。近年来，公司持续推进自研产品策略、“一口价”黄金推广与数字化系统建设，不断提升产品力与运营效率，打造具备时尚属性与日常佩戴场景的高频珠宝消费新生态，已成为国内珠宝品牌年轻化转型的代表企业之一。

◆ 2024 年业绩表现稳健，核心业务表现亮眼。

- 业绩方面，2024 年公司实现营业收入 23.57 亿元，同比+22.55%；归母净利润 0.96 亿元，同比+20.02%；扣非后归母净利润 0.81 亿元，同比+13.47%，主要系公司致力于线上战略，扩大电商销售渠道，通过现有渠道深度合作、新渠道拓展、直播带货等营销方式全面提升线上销售规模所致。分季度看，Q1~Q4 公司分别实现营收 5.00/7.27/4.47/6.84 亿元，同比+45.12%/+49.91%/+14.86%/-3.04%；归母净利润分别为 0.32/0.25/0.20/0.19 亿元，同比+21.07%/+0.64%/+16.12%/+64.26%。分业务看，素金饰品业务全年实现营收 22.81 亿元/同比+28.91%；镶嵌饰品业务/其他业务分别实现营收 0.68/0.08 亿元，同比-53.51%/+6.44%。
- 盈利能力方面，①毛利率方面，24 年公司整体毛利率为 13.38%/同比-1.26pct，主要由于镶嵌饰品业务（37.26%/同比-5.74pct）毛利率下降所致。②费率方面，24 年公司整体费用率为 8.33%/同比-1.06pct，其中销售费用率为 5.83%/同比-0.48pct，管理费用率为 2.88%/同比-0.55pct，财务费用率为-0.45%/同比-0.05pct，研发费用率为 0.07%/同比+0.02pct。③净利率方面，24 年公司净利率为 4.11%/同比-0.04pct。

◆ 25Q1 营收同比上升，盈利能力上升。25Q1 实现营收 7.14 亿元/同比

投资评级

买入

首次评级

2025 年 06 月 25 日

收盘价(元):

21.22

公司基本数据

总股本(百万股)	262.07
总市值(百万)	5,561.16
流通股本(百万股)	238.33
流通市值(百万)	5,057.43
12 月最高/最低价(元)	30.12/7.64
资产负债率(%)	11.78
每股净资产(元)	6.33
市盈率(TTM)	52.01
市净率(PB)	3.35
净资产收益率(%)	2.59

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书: S0640525040003
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

+42.87%，归母净利润同比+33.52%至 0.43 亿元，毛利率 15.78%，同比-1.39pct，环比+4.23pct，整体费用率 7.77%/同比-0.68pct，净利率同比-0.42pct 至 6.02%。

- ◆ **线上渠道增长强劲，内容营销与产品力协同推动盈利提升。**2024 年公司电商业务实现收入 12.93 亿元/同比+40.76%，占总营收比重提升至 54.83%，成长为核心增长引擎。其中天猫渠道收入达 8.53 亿元，同比增长 32.23%，继续作为线上主阵地，快手和抖音渠道分别同比增长 807.26%和 173.68%，显著扩大社交电商覆盖面。公司通过“内容驱动+产品策略”打造多款爆品，其中凤华、黄金戒指、辛德瑞拉等系列等线上销售占比逐年提升。2025 年 Q1 线上收入同比增长 60%，显示出增长动能持续。我们认为，公司已构建以自研产品为核心的线上盈利模型，凭借内容运营、品牌认知和产品力协同，有望进一步释放线上渠道利润弹性。
- ◆ **线下门店高质量拓展，全国化布局提速推进。**截至 2024 年末，公司门店总数达 235 家，净增 17 家，其中直营店 54 家、专柜 60 家、加盟店 121 家。公司强化“直营打点+加盟打面”模式，重点拓展华东、华南等省外核心商圈。省外营收同比增长 87.28%，新增门店中省外占比 66%，反映全国布局能力持续增强。线下门店运营效率稳步改善，直营与专柜平均单店毛利同比增长 6.15%。我们认为，公司线下拓展具备标准化复制与区域联动优势，在省外拓展成效明显，结合加盟模式协同放大，将为公司带来规模+效率双重提升。
- ◆ **聚焦素金主线，产品结构优化驱动毛利改善。**2024 年公司素金饰品实现收入 22.81 亿元，同比增长 28.91%，占总营收 96.76%，继续保持主力品类地位。素金饰品毛利率同比+0.43pct 至 12.37%，我们判断主要受益于“一口价”产品策略推广、自研产品比重提升及产品工艺升级。公司依托于品牌两大核心产品线——以东方美学为主要风格的经典主题系列以及主打年轻时尚的现代审美新品矩阵，持续构建差异化的品牌价值，建立品牌壁垒，并践行多品牌发展战略和创新性的零售模式，成为全域布局年轻化的新消费珠宝品牌。。围绕 2024 年集中推出的新品系列，策划了以“未来东方主义”为主题，以“先锋设计”和“东方色彩”为视觉表达的线下新品巡展，先后在杭州、嘉兴、宁波、合肥、扬州等多城市 陆续开展。公司聚焦高频、高毛利黄金消费场景，通过提升自研率、产品差异化与快速迭代能力，不断优化盈利结构，打造具备高周转+高毛利特征的产品体系。
- ◆ **数字化运营体系构建完成，效率与精细化运营能力双升。**公司以“人

工智能+大数据”为核心驱动打造全渠道数字化运营系统。运营层面已实现销售、渠道、供应链、研发、财务、人力六大板块系统打通，构建以消费者为中心的全域数字平台。产品数字化方面，2024 年公司新品从设计到推广周期由 1-3 个月缩短至 2-3 周，提升产品反应速度。同时通过 AI+RPA 系统在采购、设计、销售等多个环节提升效率、降低人工成本，打造高度可复制的数智经营模式。我们认为，数字化运营能力已成为曼卡龙核心竞争优势，支撑公司在快速扩张背景下维持组织效能，构建高弹性的经营体系与成本控制能力。

- ◆ **投资建议：**公司渠道扩张与产品结构优化持续推进，线上盈利能力提升可期，数字化运营驱动效率改善，成长逻辑清晰，建议重点关注其盈利修复节奏与全国化布局进展。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.23/1.57/1.96 亿元，EPS 分别为 0.47/0.60/0.75 元，对应目前 PE 分别为 45/35/28，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**原材料价格波动、市场竞争加剧风险、门店拓展及运营不及预期、线上渠道流量成本上升、消费需求变化风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1923.39	2357.20	3021.91	3754.59	4493.08
增长率 (%)	19.44%	22.55%	28.20%	24.25%	19.67%
归属母公司股东净利润	80.09	96.13	123.22	157.35	196.01
增长率 (%)	47.14%	20.02%	28.19%	27.70%	24.57%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.37	0.47	0.60	0.75
PE	69.44	57.85	45.13	35.34	28.37

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,923.39	2,357.20	3,021.91	3,754.59	4,493.08
yoy	19.44%	22.55%	28.20%	24.25%	19.67%
毛利率	14.64%	13.38%	13.60%	13.93%	14.15%
1、素金饰品					
收入	1,769.32	2,280.83	2,965.08	3,706.35	4,447.62
yoy	32.14%	28.91%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	11.94%	12.37%	13.00%	13.50%	13.80%
2、镶嵌饰品					
收入	146.16	67.95	47.56	38.05	34.25
yoy	-43.63%	-53.51%	-30.00%	-20.00%	-10.00%
毛利率	43.00%	37.26%	35.00%	34.00%	33.00%
3、其他					
收入	7.92	8.43	9.27	10.19	11.21
yoy	-34.60%	6.44%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	94.73%	95.76%	96.00%	96.00%	96.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	211.06	942.75	720.33	906.57	1126.38	1347.92	营业收入	1610.37	1923.39	2357.20	3021.91	3754.59	4493.08
应收票据及账款	37.51	52.82	52.95	73.75	91.63	109.66	营业成本	1343.28	1641.72	2041.76	2610.90	3231.51	3857.24
预付账款	8.33	2.54	4.05	8.28	10.28	12.30	税金及附加	15.79	12.18	15.08	22.69	28.20	33.74
其他应收款	4.24	6.26	8.05	9.37	11.64	13.93	销售费用	125.30	121.28	137.31	169.23	206.50	242.63
存货	447.88	518.65	531.51	791.68	979.86	1169.60	管理费用	61.56	65.99	67.96	69.50	82.60	94.35
其他流动资产	58.74	64.04	271.59	305.35	318.77	332.30	研发费用	0.86	1.02	1.60	1.75	2.18	2.61
流动资产总计	767.77	1587.06	1588.48	2095.00	2538.57	2985.71	财务费用	1.18	-7.73	-10.59	9.81	23.17	34.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.73	-1.45	-6.65	-4.06	-5.04	-6.03
固定资产	90.84	95.98	104.46	88.10	71.73	55.36	信用减值损失	0.75	-1.05	-0.23	-0.18	-0.22	-0.27
在建工程	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	1.48	0.64	0.47	0.39	0.31	0.23	投资收益	0.32	0.45	1.53	0.76	0.76	0.76
长期待摊费用	2.51	5.22	7.59	3.80	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8.74	1.82	107.73	107.73	107.73	107.73	资产处置收益	0.01	0.20	0.10	0.10	0.10	0.10
非流动资产合计	103.71	103.67	220.25	200.01	179.77	163.32	其他收益	3.58	15.59	14.48	15.04	15.04	15.04
资产总计	871.48	1690.73	1808.73	2295.01	2718.34	3149.04	营业利润	66.34	102.68	113.31	149.68	191.07	237.95
短期借款	0.00	50.00	95.01	464.75	749.00	1011.85	营业外收入	0.17	0.04	3.96	2.00	2.00	2.00
应付票据及账款	16.44	21.54	17.34	29.46	36.47	43.53	营业外支出	0.50	5.60	0.67	2.26	2.26	2.26
其他流动负债	39.87	58.79	67.59	85.31	105.58	126.01	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	56.31	130.33	179.95	579.52	891.05	1181.39	利润总额	66.01	97.12	116.60	149.42	190.81	237.69
长期借款	4.76	3.40	11.64	8.43	5.39	2.69	所得税	12.49	17.37	19.68	26.74	34.15	42.54
其他非流动负债	0.01	3.51	0.01	0.01	0.01	0.01	净利润	53.52	79.75	96.91	122.68	156.66	195.15
非流动负债合计	4.77	6.91	11.66	8.44	5.40	2.71	少数股东损益	-0.91	-0.34	0.79	-0.54	-0.69	-0.86
负债合计	61.08	137.25	191.61	587.96	896.45	1184.10	归母净利润	54.43	80.09	96.13	123.22	157.35	196.01
股本	204.58	261.95	261.95	261.95	261.95	261.95	EBITDA	75.97	97.33	114.28	179.47	234.22	288.30
资本公积	153.29	779.70	778.37	778.37	778.37	778.37	NOPLAT	54.79	78.76	85.30	130.89	175.84	223.36
留存收益	451.93	509.81	573.98	664.44	779.96	923.87	EPS(元)	0.21	0.31	0.37	0.47	0.60	0.75
归属母公司权益	809.81	1551.46	1614.30	1704.76	1820.29	1964.19	主要财务比率						
少数股东权益	0.59	2.03	2.83	2.29	1.60	0.75	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	810.40	1553.48	1617.13	1707.05	1821.89	1964.94	成长能力						
负债和股东权益合计	871.48	1690.73	1808.73	2295.01	2718.34	3149.04	营收增长率	28.57%	19.44%	22.55%	28.20%	24.25%	19.67%
现金流量表							营业利润增长率	-19.27%	54.78%	10.35%	32.10%	27.65%	24.54%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-24.89%	33.04%	18.60%	50.21%	34.38%	27.04%
税后经营利润	53.52	79.75	96.91	109.84	143.82	182.31	EBITDA增长率	-21.24%	28.12%	17.41%	57.05%	30.51%	23.09%
折旧与摊销	8.78	7.95	8.28	20.24	20.24	16.44	归母净利润增长率	-22.56%	47.14%	20.02%	28.19%	27.70%	24.57%
财务费用	1.18	-7.73	-10.59	9.81	23.17	34.16	经营现金流增长率	158.26%	68.63%	145.39%	-244.02%	104.07%	797.41%
投资损失	-0.32	-0.45	-1.53	-0.76	-0.76	-0.76	盈利能力						
营运资金变动	-48.64	-51.82	-11.18	-290.44	-196.48	-198.11	毛利率	16.59%	14.64%	13.38%	13.60%	13.93%	14.15%
其他经营现金流	8.26	10.72	12.37	15.54	15.54	15.54	净利率	3.32%	4.15%	4.11%	4.06%	4.17%	4.34%
经营性现金净流量	22.78	38.42	94.27	-135.77	5.52	49.58	营业利润率	4.12%	5.34%	4.81%	4.95%	5.09%	5.30%
资本支出	6.94	4.24	12.31	0.00	-0.00	0.00	ROE	6.72%	5.16%	5.95%	7.23%	8.64%	9.98%
长期投资	-13.50	-16.52	-220.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.25%	4.74%	5.31%	5.37%	5.79%	6.22%
其他投资现金流	-33.88	-2.01	-261.69	-1.93	-1.93	-1.93	ROIC	7.14%	9.82%	7.04%	8.96%	9.11%	9.60%
投资性现金净流量	-54.32	-22.76	-494.01	-1.93	-1.93	-1.93	估值倍数						
短期借款	0.00	50.00	45.01	369.73	284.25	262.86	P/E	102.17	69.44	57.85	45.13	35.34	28.37
长期借款	0.28	-1.36	8.25	-3.22	-3.04	-2.69	P/S	3.45	2.89	2.36	1.84	1.48	1.24
普通股增加	0.58	57.37	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.87	3.58	3.44	3.26	3.06	2.83
资本公积增加	13.80	626.40	-1.32	0.00	0.00	0.00	股息率	0.39%	0.57%	0.00%	0.59%	0.75%	0.94%
其他筹资现金流	-44.17	-33.16	-60.78	-42.57	-65.00	-66.27	EV/EBIT	45.06	37.60	26.94	36.34	28.35	23.27
筹资性现金净流量	-29.50	699.25	-8.85	323.95	216.21	173.90	EV/EBITDA	39.85	34.53	24.99	32.24	25.90	21.94
现金净流量	-61.04	714.91	-408.59	186.25	219.81	221.55	EV/NOPLAT	55.26	42.67	33.48	44.21	34.50	28.32

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637