

2025 年 10 月 22 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 21 日
收盘价（元）	20.12
一年内最高/最低（元）	30.12/9.61
总市值（百万元）	5,272.88
流通市值（百万元）	4,796.62
总股本（百万股）	262.07
资产负债率（%）	15.02
每股净资产（元/股）	6.32

资料来源：聚源数据

曼卡龙(300945.SZ)

——国内知名年轻珠宝品牌，产品力、品牌力、渠道力助力增长

投资要点：

- **专注于珠宝品牌建设，聚焦年轻消费群体。**曼卡龙成立于 2009 年，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。公司专注于珠宝品牌建设，聚焦年轻消费群体。公司拥有“MCLON 曼卡龙”、“凤华 FENGHUA”、“OWNSHINE 慕璨”、设计师品牌“Ätman”、“宝若岚”等珠宝首饰品牌。公司高度重视产品的原创态度和时尚设计。曼卡龙珠宝品牌定位于“每一天的珠宝”，致力于打造都市时尚女性成为人群中的“每天·亮点”，将“年轻、轻奢、色彩、情感”的珠宝理念融入到产品创意中，聚焦于年轻消费群体。公司主营业务收入主要来源于素金饰品及镶嵌饰品。
- **“产品力+品牌力、渠道力”加持，为增长赋能。**1) 逻辑 1：深度触达消费者、优质设计团队、数字化运营策略保障推新成功率。产品端，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。明星主题系列有凤华系列、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、辛德瑞拉系列等产品，覆盖东方时尚和现代审美两大赛道。运营上，公司从各个平台快速确定消费者的目标画像，明确需求后，和消费者、KOC、KOL 一起来共创产品，从研发方向、价格定位、产品设计等，全链路参与产品共创。此外曼卡龙还推出与《甄嬛传》、杭州南宋德寿宫遗址博物馆等联名；明星资源上联动李兰迪、宁静、沈月等明星，通过联名 IP 以及明星流量带动公司品牌力提升。2) 逻辑 2：线上赋能线下，门店全国化布局。2024 年曼卡龙电商渠道占比公司收入近 55%。公司主力线下区域为浙江省内，当前浙江省外占公司线下收入比重逐步提升。浙江省外开店空间广阔，曼卡龙加速省外开店，致力于在将来成为全国性的珠宝品牌。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 25-27 年实现营收 29.54/36.28/43.52 亿元，同比增速分别为 25.30%/22.82%/19.97%，实现归母净利润 1.22/1.57/1.90 亿元，同比增速分别为 26.97%/28.42%/21.25%，当前股价对应 PE 分别为 43.20/33.64/27.75 倍。我们选取同为饰品公司的潮宏基、周大生、迪阿股份作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 48 倍，考虑到公司在线上持续发力，电商板块收入预期高增，线下从核心省份逐步向外扩张，开店空间广阔，有望带动公司收入增长。预计未来随着公司产品类优化，有望进一步打开业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争日益加剧的风险；黄金价格大幅波动的风险；门店网络拓展不及预期的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,923	2,357	2,954	3,628	4,352
同比增长率（%）	19.44%	22.55%	25.30%	22.82%	19.97%
归母净利润（百万元）	80	96	122	157	190
同比增长率（%）	47.14%	20.02%	26.97%	28.42%	21.25%
每股收益（元/股）	0.31	0.37	0.47	0.60	0.73
ROE（%）	5.16%	5.95%	7.23%	8.79%	10.01%
市盈率（P/E）	65.84	54.85	43.20	33.64	27.75

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年实现营收 29.54/36.28/43.52 亿元，同比增速分别为 25.30%/22.82%/19.97%，实现归母净利润 1.22/1.57/1.90 亿元，同比增速分别为 26.97%/28.42%/21.25%，当前股价对应 PE 分别为 43.20/33.64/27.75 倍。我们选取同为饰品公司的潮宏基、周大生、迪阿股份作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 48 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

预计 25-27 年公司收入增速为 25.30%/22.82%/19.97%。分业务看，预计 25-27 年曼卡龙电商业务营收保持高增，增速为 35%/30%/25%；线下开店空间广阔，预计持续开店，且随着公司产品力得到市场认可带动单店收入持续增长，预计 25-27 年线下自营收入增速为 18%/15%/13%，线下加盟收入增速为 6%/7%/8%。

投资逻辑要点

考虑到公司在线上持续发力，电商板块收入预期高增，线下从核心省份逐步向外扩张，开店空间广阔，有望带动公司收入增长。预计未来随着公司品类优化，有望进一步打开业绩增长空间。

核心风险提示

市场竞争日益加剧的风险；黄金价格大幅波动的风险；门店网络拓展不及预期的风险。

内容目录

1. 专注于珠宝品牌建设，聚焦年轻消费群体	5
2. 行业趋势：珠宝消费悦己化	7
3. “产品力+品牌力、渠道力”加持，为增长赋能	9
3.1. 产品力+品牌力：验证产品出圈路径	9
3.2. 渠道力：线上赋能线下，区域拓展全国	11
4. 盈利预测与评级	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 相对估值	13
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 曼卡龙-娇玉系列	5
图表 2: 曼卡龙-风华门店	5
图表 3: 曼卡龙股权结构图 (截至 2025 年 H1)	5
图表 4: 核心管理层及董事履历	6
图表 5: 线上化转型, 带动公司收入提升	6
图表 6: 近三年归母净利润稳步上涨	6
图表 7: 近三年公司销售净利率稳中有升	7
图表 8: 曼卡龙销售、管理费用率控制良好	7
图表 9: 中国珠宝首饰行业各细分项目市场规模占比趋势: 黄金产品占比提升	7
图表 10: 黄金价格自 2024 年年初以来震荡上行	8
图表 11: 珠宝配饰热门趋势: 有寓意的产品或更能引起消费者共鸣	8
图表 12: 东方美学在社媒内容分享量同比增长	8
图表 13: 分产品拆分公司营收 (亿元) 及增速	9
图表 14: 素金产品收入占比提升	9
图表 15: 曼卡龙-风华系列	10
图表 16: 曼卡龙-中药系列	10
图表 17: 曼卡龙-明星同款	11
图表 18: 曼卡龙 X 甄媛传联名	11
图表 19: 曼卡龙电商业务收入 (单位: 亿元) 及增速	11
图表 20: 2024 年曼卡龙线上渠道中天猫旗舰店占比最高	11
图表 21: 曼卡龙线上收入占比高于同业	12
图表 22: 曼卡龙分渠道开店数 (个)	12
图表 23: 曼卡龙线下分地区收入 (亿元) 及浙江省外地区占比	12
图表 24: 分拆渠道公司营业收入预测 (百万元)	13
图表 25: 可比公司估值表	13

1. 专注于珠宝品牌建设，聚焦年轻消费群体

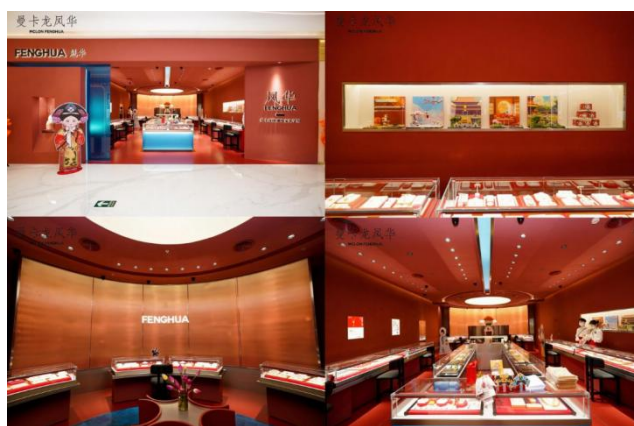
浙江区域珠宝品牌，聚焦年轻人群。曼卡龙成立于 2009 年，是一家集珠宝首饰创意、销售、品牌管理为一体的珠宝首饰零售连锁企业。公司专注于珠宝品牌建设，聚焦年轻消费群体。公司拥有“MCLON 曼卡龙”、“凤华 FENGHUA”、“OWNSHINE 慕璨”、设计师品牌“Ātman”、“宝若岚”等珠宝首饰品牌。公司高度重视产品的原创态度和时尚设计。曼卡龙珠宝品牌定位于“每一天的珠宝”，致力于打造都市时尚女性成为人群中的“每天·亮点”，将“年轻、轻奢、色彩、情感”的珠宝理念融入到产品创意中，聚焦于年轻消费群体。公司主营业务收入主要来源于素金饰品及镶嵌饰品。

图表 1：曼卡龙-娇玉系列



资料来源：公司公告，华源证券研究所

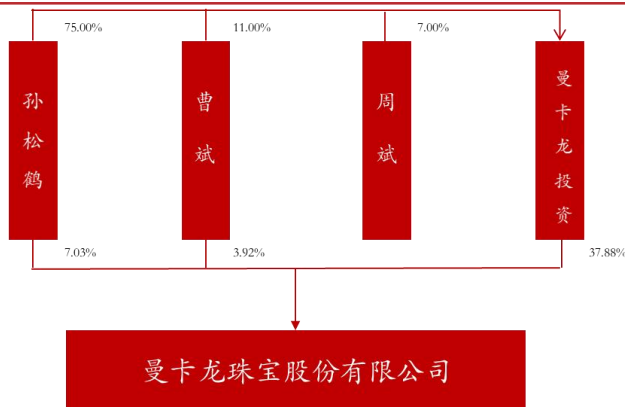
图表 2：曼卡龙-凤华门店



资料来源：公司公告，华源证券研究所

股权结构稳定，管理层珠宝行业从业经验丰富。孙松鹤董事长深耕黄金珠宝行业，现任中国宝石协会常务理事。截至 2025 年 H1，孙松鹤董事长直接持有公司 7.03% 股权，且通过曼卡龙投资间接持有公司 28.4% 股份，为公司实际控制人。核心高管多在万隆珠宝时期加入公司，拥有多年珠宝行业从业经验，管理层稳定。

图表 3：曼卡龙股权结构图（截至 2025 年 H1）



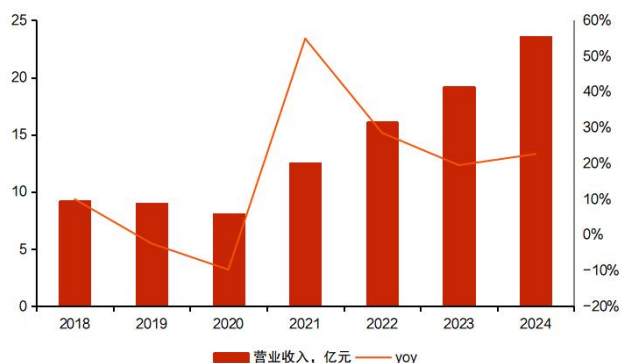
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：核心管理层及董事履历

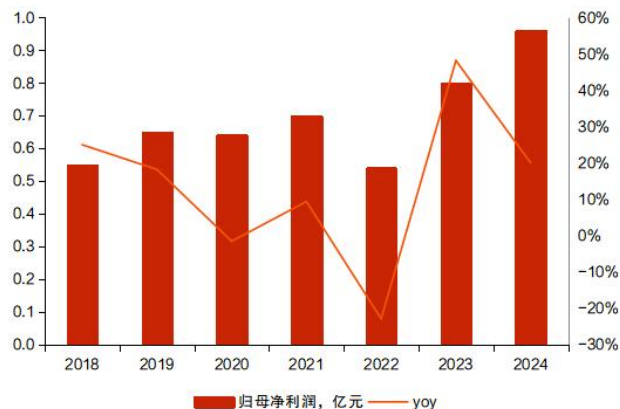
姓名	职务	年龄	履历
孙松鹤	董事长、董事、总经理	62	曾任萧山区司法局公证员、萧山市万隆珠宝商城经理、杭州万隆黄金珠宝有限公司经理、浙江万隆珠宝有限公司经理、万隆曼卡龙珠宝经理；现任中国宝石协会常务理事。
曹斌	董事	61	曾任职杭州市萧山税务局、杭州万隆黄金珠宝有限公司副总经理、浙江万隆珠宝有限公司副总经理、万隆曼卡龙珠宝副总经理。
吴长峰	董事、副总经理	46	曾任曼卡龙珠宝股份有限公司人力资源经理、大区总经理。
瞿吾珍	董事	55	曾任杭州万隆黄金珠宝有限公司销售经理、浙江万隆珠宝有限公司采购负责人、万隆曼卡龙珠宝商品总监。
孙舒云	董事	35	曾任职于上海美特斯邦威服饰股份有限公司；现任曼卡龙珠宝股份有限公司董事、首席设计师。
付杰	董事、财务总监	39	曾任普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）高级审计师、中国惠普有限公司财务分析师、北京京东世纪贸易有限公司经营分析师、珀莱雅化妆品股份有限公司财务副总监。
许恬	董事会秘书、副总经理	43	曾任杭州宋都房地产集团有限公司投融资经理、宋都基业投资股份有限公司投融资经理、证券事务代表、曼卡龙珠宝股份有限公司证券事务代表。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司线上化转型且发力素金产品。2019-2020 年主因公共卫生事件影响导致公司主营业务收入下滑。此后公司坚定线上化转型策略，公司电商收入占比从 2019 年的 3% 提升至 2024 年的 55%，公司电商渠道收入 2021-2024 年 CAGR 达 71%，带动公司主营业务收入增长。从品类看，公司素金产品收入 2021-2024 年 CAGR 达 34%；镶嵌类产品收入 2021-2024 年 CAGR 为-39%，品类结构性变化带动公司毛利率下滑，但期间费用率控制良好，公司净利率保持稳健态势。

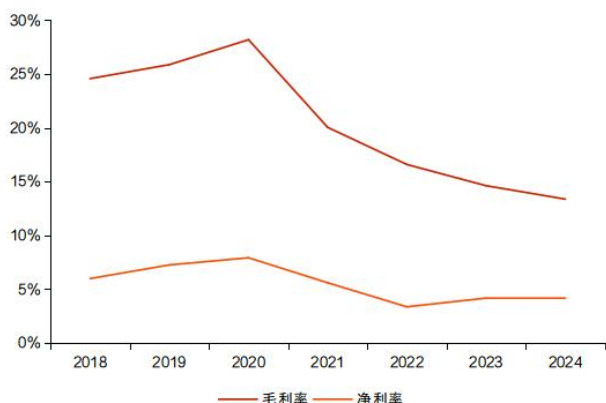
图表 5：线上化转型，带动公司收入提升


资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 6：近三年归母利润稳步上涨


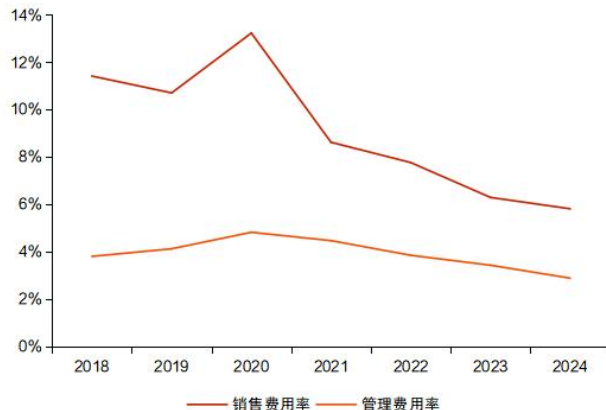
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 7：近三年公司销售净利率稳中有升



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 8：曼卡龙销售、管理费用率控制良好

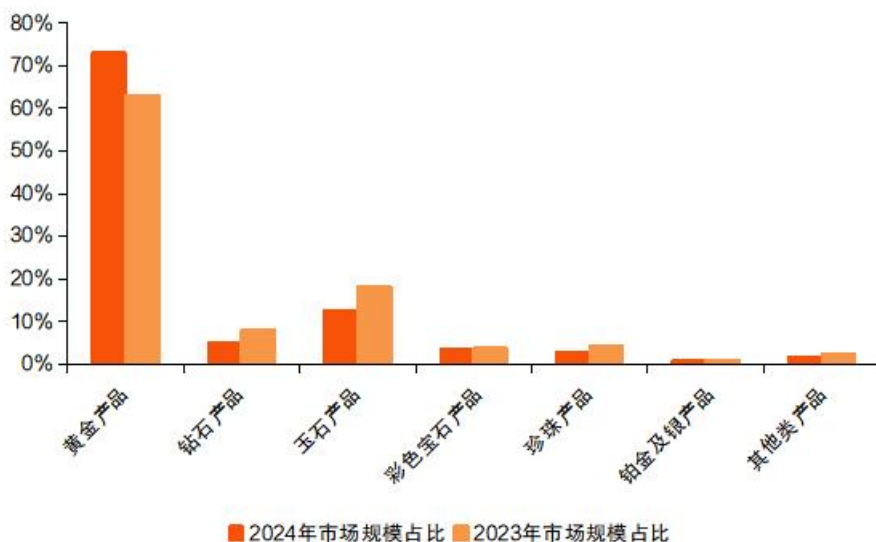


资料来源：wind, 华源证券研究所

2. 行业趋势：珠宝消费悦己化

黄金珠宝中端消费热度延续。根据国家统计局数据显示，2024 年我国限额以上单位金银珠宝零售额为 3300 亿元，同比下降 3.1%。根据中宝协对珠宝行业全品类综合统计，2024 年中国珠宝首饰行业中黄金产品市场规模占比 73%；玉石产品占比 13%；钻石产品占比 5%。其中黄金产品的占比由 2023 年的 63% 上升至 2024 年的 73%，市场规模由 2023 年的 5180 亿元上升至 2024 年的 5688 亿元，同比增长 9.8%。

图表 9：中国珠宝首饰行业各细分项目市场规模占比趋势：黄金产品占比提升



资料来源：中国珠宝行业发展报告，华源证券研究所

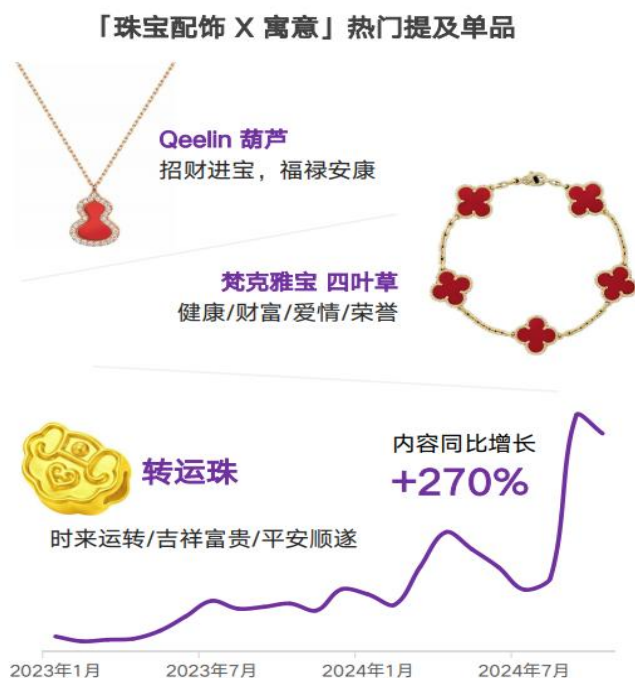
图表 10：黄金价格自 2024 年年初以来震荡上行



资料来源：ifind，华源证券研究所

黄金珠宝消费悦己化，东方美学风格凸显。根据艺恩营销智库《2024 年女性珠宝配饰行业趋势洞察报告》显示，2024 年珠宝配饰在社媒实现声量增长 129%，互动量增长 28%，主要由黄金价格上涨带动。从消费场景看，除传统礼赠场景外，2024 年以小型投资、自我疗愈、个性表达为主的悦己型消费场景在社媒的分享和互动量上升。消费偏好上，东方美学风格凸显，2024 年东方美学在社媒中的内容分享量同比增长 293%，互动量同比增长 106%。

图表 11：珠宝配饰热门趋势：有寓意的产品或更能引起消费者共鸣



资料来源：《2024 年女性珠宝配饰行业趋势洞察报告》艺恩营销智库，华源证券研究所

图表 12：东方美学在社媒内容分享量同比增长



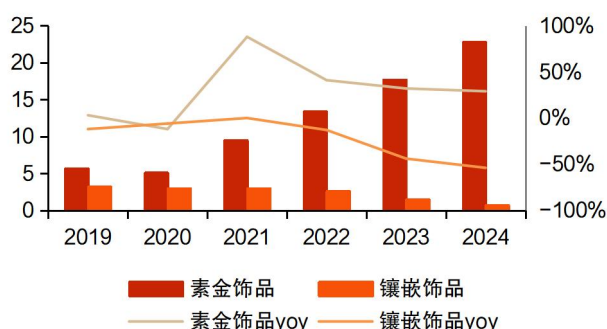
资料来源：《2024 年女性珠宝配饰行业趋势洞察报告》艺恩营销智库，华源证券研究所

3. “产品力+品牌力、渠道力”加持，为增长赋能

3.1. 产品力+品牌力：验证产品出圈路径

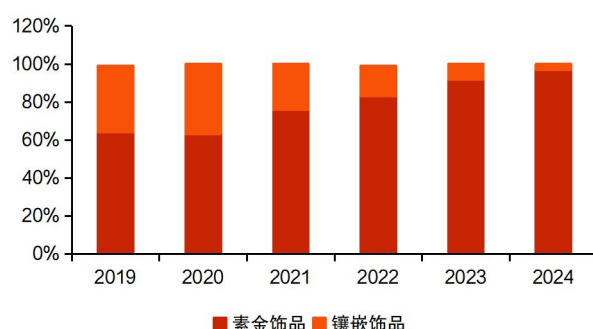
曼卡龙素金业务快速增长。公司主要产品为素金产品和镶嵌产品，素金主要包括计克类、计件类（即一口价）黄金饰品、铂金饰品、K 金饰品等；镶嵌饰品包含钻石饰品、天然及人工玉石珠宝饰品等。2019-2024 年公司素金收入由 5.7 亿上涨至 22.8 亿，收入占比从 64% 大幅提升至 97%。

图表 13：分产品拆分公司营收（亿元）及增速



资料来源：ifind, 华源证券研究所

图表 14：素金产品收入占比提升

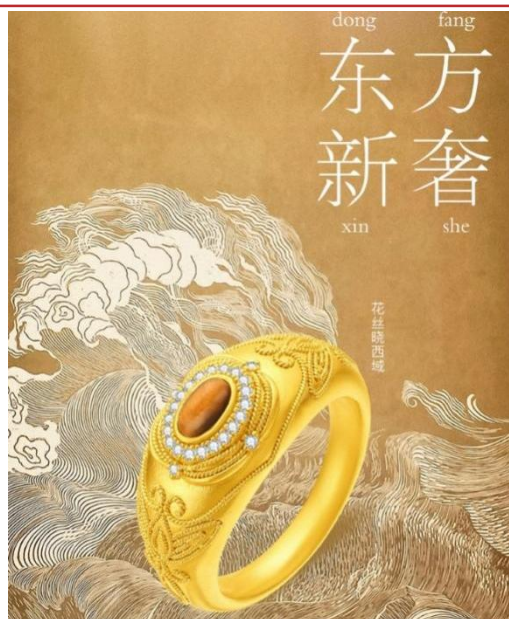


资料来源：ifind, 华源证券研究所

曼卡龙产品持续出圈。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。明星主题系列有凤华系列、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、辛德瑞拉系列等产品，覆盖东方时尚和现代审美两大赛道。其中凤华系列由大单品路线演变为热门款，进而演化为高端子品牌系列。2024 年下半年，凤华子品牌在西安开出首店，定位中国新式宫廷美学的原创珠宝品牌，以中式宫廷华贵大气的经典复古美学为核心风格及时尚设计带来传统元素的赋新演绎。

设计团队赋能产品迭代。曼卡龙每年度有千余款 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，高迭代能力背后是设计能力的加持。公司首席设计师为孙舒云（董事长孙松鹤之女），毕业于米兰 Marangoni 设计学院及佛罗伦萨 Arti-Orafe 珠宝学院，先后在英国伦敦艺术学院、意大利米兰马来欧尼、佛罗伦萨欧拉菲等著名服装、珠宝设计学府学习创作，是入选 MILANO SHOW-ROOM 艺术展的中国设计师。截至 2024 年公司持有外观设计专利 115 项，作品登记证书 445 项，软件著作权 3 项。

图表 15：曼卡龙-风华系列



资料来源：风华 FENGHUA 公众号, 华源证券研究所

图表 16：曼卡龙-中药系列



资料来源：曼卡龙珠宝公众号, 华源证券研究所

数字化加持，推新成功率有望逐步提高，深化拓展跨界资源融合。曼卡龙通过整合线上线下消费者行为分析、行业趋势追踪及热点捕捉机制，建立“趋势预判-快速打样-动态优化”的敏捷开发流程。数字化方面，公司通过产品数字化为引擎助力产品研发，具体来看，从各个平台快速确定消费者的目标画像，明确需求后，和消费者、KOC、KOL 一起来共创产品，从研发方向、价格定位、产品设计等，全链路参与产品共创。此外，公司推出多款跨界联名产品，2024 年 4 月，曼卡龙与杭州南宋德寿宫遗址博物馆联名合作，以德寿宫中的历史典故、馆藏文物、宋韵色彩为灵感来源进行产品共创，今年 5 月再度携手德寿宫推出金贴类产品。除了与地标景观的联名，曼卡龙还推出与国民级影视 IP《甄嬛传》联名，提取剧中代表性的中国宫廷元素并结合 IP 大热的“甄学”文化，推出联名产品。在明星资源上联动李兰迪、宁静、沈月等明星，通过明星流量带动及明星同款效应，带动公司品牌力提升。

图表 17：曼卡龙-明星同款



资料来源：曼卡龙小红书账号，华源证券研究所

图表 18：曼卡龙 x 甄嬛传联名

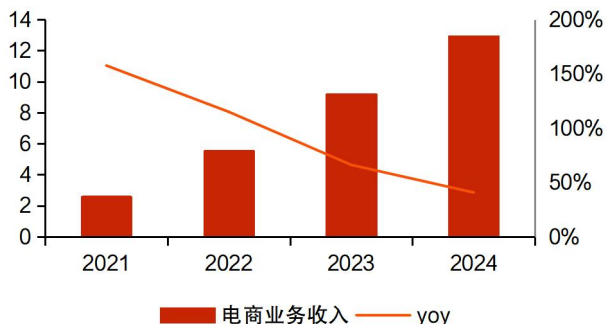


资料来源：曼卡龙珠宝公众号，华源证券研究所

3.2. 渠道力：线上赋能线下，区域拓展全国

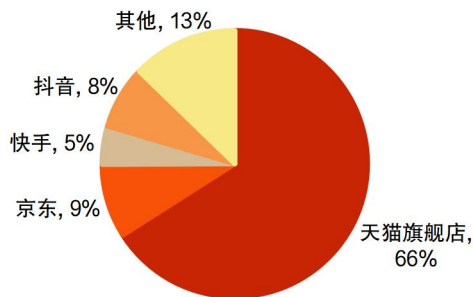
曼卡龙致力于线上战略。电商业务主要通过天猫、京东、快手、抖音等第三方平台在线上进行产品销售。2024 年电商渠道实现收入 12.9 亿元，同比增长 41%。其中天猫渠道在电商业务收入中占比 66%，京东在电商业务收入中占比 9%，抖音在电商业务收入中占比 8%。2024 年曼卡龙电商渠道占比公司收入近 55%，占比大幅高于黄金珠宝行业其他公司。

图表 19：曼卡龙电商业务收入（单位：亿元）及增速



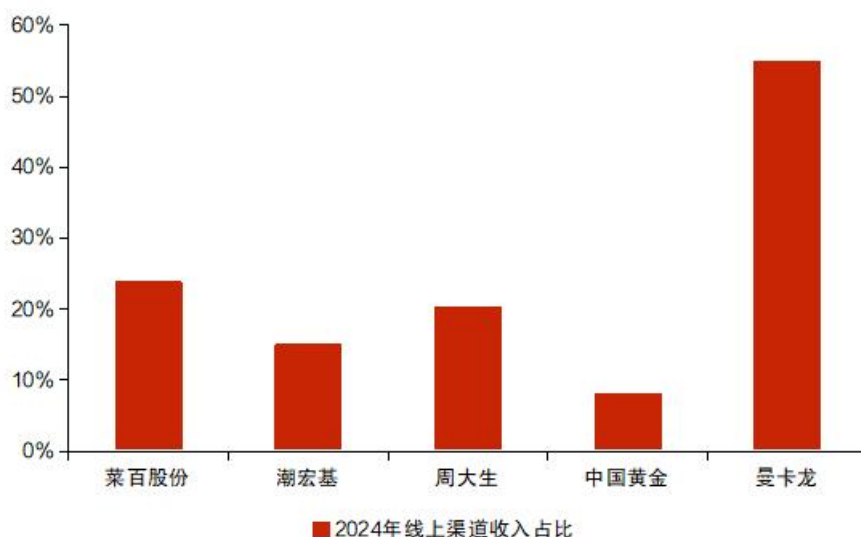
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 20：2024 年曼卡龙线上渠道中天猫旗舰店占比最高



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 21：曼卡龙线上收入占比高于同业

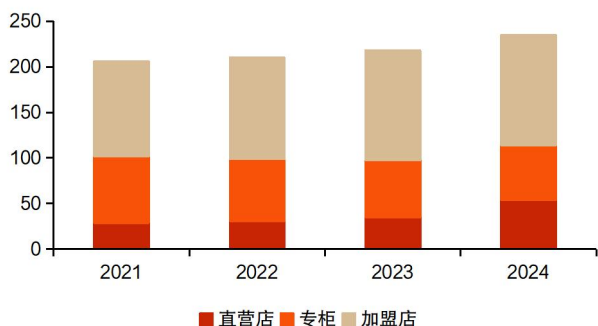


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

曼卡龙线下稳步拓展，加盟渠道占比逐步提升。公司的线下渠道稳步发展，2020-2024 年收入 CAGR 为 11%，其增长主要来自于门店数量增长及单店店效的提升。截至 2024 年年末，公司共有线下门店数 235 家，其中自营店（包括直营店及专柜）共有 114 家，贡献公司线下收入的 64%；加盟店共有 121 家，贡献公司线下收入的 36%。

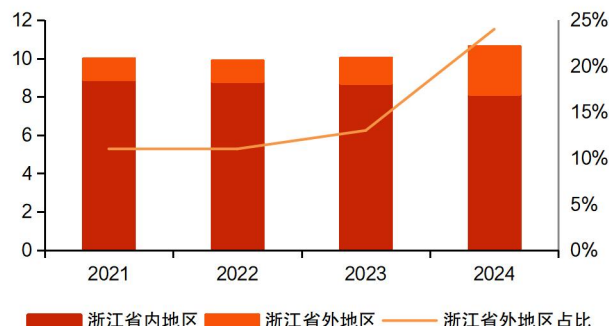
开店逐步向浙江省外地区拓展。分地区看，公司主力线下区域为浙江省内，2024 年浙江省内线下收入为 8.14 亿元，浙江省外线下收入为 2.5 亿元，浙江省外占公司线下收入比重逐步提升，从 2021 年占比 11% 提升至 2024 年占比 24%。浙江省外开店空间广阔，曼卡龙加速省外开店，2024 年新增自营门店共 30 家，其中 19 家为省外新增，2024 年新增加盟门店 37 家，其中 25 家为省外新增。**看好公司线上线下协同赋能带动品牌力的提升，曼卡龙线下拓店空间广阔，预计凭借拓店及品牌力的带动，逐步成长为全国性的珠宝品牌。**

图表 22：曼卡龙分渠道开店数（个）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 23：曼卡龙线下分地区收入（亿元）及浙江省外地区占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

关键假设：预计 25-27 年公司收入增速为 25.30%/22.82%/19.97%。分业务看，预计 25-27 年曼卡龙电商业务营收保持高增，增速为 35%/30%/25%；线下开店空间广阔，预计持续开店，且随着公司产品力得到市场认可带动单店收入持续增长，预计 25-27 年线下自营收入增速为 18%/15%/13%，线下加盟收入增速为 6%/7%/8%。

图表 24：分拆渠道公司营业收入预测（百万元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
自营	销售收入	624	675	797	919	1,041
	yoy	0.96%	8.30%	18.06%	15.29%	13.22%
	毛利率	24.61%	26.64%	27.44%	27.94%	28.24%
加盟	销售收入	371	379	401	430	466
	yoy	1.82%	2.12%	5.87%	7.15%	8.37%
	毛利率	8.26%	9.13%	9.63%	9.93%	10.13%
电商	销售收入	918	1,293	1,745	2,268	2,836
	yoy	66.16%	40.76%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	9.76%	7.17%	7.97%	8.47%	8.77%
其他收入	销售收入	11	10	10	10	10
	yoy	-47.40%	-0.78%	-1.97%	-1.80%	-1.65%
	毛利率	74.47%	78.71%	80.11%	81.41%	82.63%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

盈利预测：我们预计公司 25-27 年实现营收 29.54/36.28/43.52 亿元，同比增速分别为 25.30%/22.82%/19.97%，实现归母净利润 1.22/1.57/1.90 亿元，同比增速分别为 26.97%/28.42%/21.25%，当前股价对应 PE 分别为 43.20/33.64/27.75 倍。

4.2. 相对估值

我们选取同为饰品公司的潮宏基、周大生、迪阿股份作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 48 倍，考虑到公司在线上持续发力，电商板块收入预期高增，线下从核心省份逐步向外扩张，开店空间广阔，有望带动公司收入增长。预计未来随着公司产品优化，有望进一步打开业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 25：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
		2025/10/21	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002345.SZ	潮宏基	14.16	0.57	0.70	0.83	24.64	20.31	17.03
002867.SZ	周大生	13.66	1.02	1.15	1.27	13.34	11.89	10.76
301177.SZ	迪阿股份	32.97	0.31	0.42	0.56	107.39	79.45	58.99
	平均值					48.46	37.22	28.93
300945.SZ	曼卡龙	20.12	0.47	0.60	0.73	43.20	33.64	27.75

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，曼卡龙盈利预测来自华源证券研究所（截至 2025 年 10 月 21 日收盘价）

5. 风险提示

1) 市场竞争日益加剧的风险：饰品赛道市场化竞争程度较高，市场风格可能会发生变化，若公司不能及时把握消费者需求并推出相应的产品，或对公司业绩产生不利影响。

2) 黄金价格大幅波动的风险：金价波动或影响消费者购买偏好，进而影响公司业绩。

3) 门店网络拓展不及预期的风险：公司凭借线上及强势省份浙江地区积累的品牌声量逐步扩大开店范围，若开店速度不及预期或影响公司全年业绩。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	720	540	471	435
应收票据及账款	53	72	89	106
预付账款	4	8	10	12
其他应收款	8	9	11	13
存货	532	664	814	977
其他流动资产	272	277	283	290
流动资产总计	1,588	1,570	1,678	1,834
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	104	107	123	124
在建工程	0	25	20	15
无形资产	0	0	1	1
长期待摊费用	8	3	3	3
其他非流动资产	108	109	109	109
非流动资产合计	220	245	256	252
资产总计	1,809	1,815	1,934	2,086
短期借款	95	0	0	10
应付票据及账款	17	29	35	42
其他流动负债	68	83	102	123
流动负债合计	180	112	138	175
长期借款	12	10	8	5
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	12	10	8	5
负债合计	192	122	146	181
股本	262	262	262	262
资本公积	778	778	778	778
留存收益	574	648	743	859
归属母公司权益	1,614	1,688	1,784	1,899
少数股东权益	3	4	5	7
股东权益合计	1,617	1,692	1,789	1,906
负债和股东权益合计	1,809	1,815	1,934	2,086

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	97	110	145	180
折旧与摊销	25	27	29	35
财务费用	-11	0	-1	-1
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-11	-135	-152	-164
其他经营现金流	12	16	15	14
经营性现金净流量	111	18	36	62
投资性现金净流量	-494	-53	-43	-32
筹资性现金净流量	-9	-145	-62	-66
现金流量净额	-392	-180	-69	-36

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,357	2,954	3,628	4,352
营业成本	2,042	2,549	3,128	3,754
税金及附加	15	19	23	28
销售费用	137	166	199	235
管理费用	68	82	97	112
研发费用	2	2	2	3
财务费用	-11	0	-1	-1
资产减值损失	-7	-3	-4	-4
信用减值损失	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	14	15	14	13
营业利润	113	147	189	230
营业外收入	4	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	117	148	190	230
所得税	20	25	32	39
净利润	97	123	158	192
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司股东净利润	96	122	157	190
EPS(元)	0.37	0.47	0.60	0.73

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	22.55%	25.30%	22.82%	19.97%
营业利润增长率	10.35%	30.02%	28.55%	21.33%
归母净利润增长率	20.02%	26.97%	28.42%	21.25%
经营现金流增长率	117.93%	-83.92%	101.39%	73.90%
盈利能力				
毛利率	13.38%	13.70%	13.78%	13.74%
净利率	4.11%	4.17%	4.36%	4.40%
ROE	5.95%	7.23%	8.79%	10.01%
ROA	5.31%	6.73%	8.10%	9.11%
估值倍数				
P/E	54.85	43.20	33.64	27.75
P/S	2.24	1.79	1.45	1.21
P/B	3.27	3.12	2.96	2.78
股息率	0.70%	0.91%	1.17%	1.42%
EV/EBITDA	18	27	23	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。