

曼卡龙（300945）公司深度报告

产品有差异化、渠道向全国化，聚焦年轻女性打造轻奢时尚珠宝品牌

方正证券研究所证券研究报告

分析师

周昕 登记编号：S1220524100007

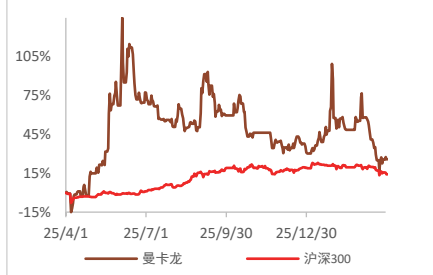
廖捷 登记编号：S1220525040002

推荐

公司信息

行业	钟表珠宝
最新收盘价(人民币/元)	15.59
总市值(亿)(元)	40.86
52周最高/最低价(元)	29.37/10.66

历史表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《曼卡龙(300945)：差异化定位契合金饰轻量化/年轻化趋势，业绩持续高增长》2025.11.23

国内轻奢时尚珠宝首饰品牌集团，由区域强势向全国扩张。公司前身是1994年设立的万隆珠宝，2009年曼卡龙品牌正式成立，21年成功在深交所上市，定位年轻女性消费群体，围绕年轻、时尚、活力的品牌调性，以年轻审美与原创设计为核心，打造都市时尚女性成为人群中的“每天·亮点”。公司也形成以曼卡龙、凤华、慕璨、设计师品牌 Ātman、宝若岚等珠宝首饰品牌矩阵，满足不同消费群体需求。公司以线上渠道为主（25Q3占比55%），线下浙江为核心区域并逐步向全国扩展，已有门店243家覆盖全国18省3市。25前三季度公司收入21.6亿，同比+29.3%；归母净利润1.0亿，同比+26.5%，自20年后通过线上渠道整体保持较快增长。公司股权结构稳定，创始人孙松鹤先生为实际控制人，直接&间接持股43.26%；管理团队稳定伴随公司一路成长。

金饰行业：价增驱动规模持续向上，悦己贡献最大需求增量。黄金珠宝为中国珠宝市场最受欢迎品类，2023年市场规模约5180亿元，保持近双位数复合增长。其中黄金长牛+工艺提升驱动价格端持续向上，需求量在14-23年整体保持稳定。但24年以来金价持续走高，带动行业尤其是传统婚庆类需求量持续下降；黄金工艺提升&老铺出圈催化金饰日常佩戴/悦己需求，行业加速过往的渠道扩张模式向产品/品牌驱动增长转型。

公司核心竞争力：差异化品牌&产品定位，由区域迈向全国。①**品牌：**曼卡龙品牌精准定位年轻女性消费群体，满足轻量化/差异化的悦己增量需求。我们统计线上各金饰品牌数据，曼卡龙品牌年轻群体占比相对较高、件单价较低。②**产品：**公司围绕东方时尚及现代审美两条主线打造产品矩阵，将黄金与珉琅/宝石做融合，东方文化+中西方设计加持具备明显差异化。构建产品开发体系，数字化赋能产品上新与周转速度，年上新SKU千余款。③**渠道：**20年后明确线上优先战略驱动收入高增，形成了以淘系为基本盘、向抖音、快手、京东等平台快速拓展的多平台矩阵；24年后线下渠道加速扩张，直营+加盟双线由区域强势向全国扩张。④**营销：**通过全域创新营销，依托跨界联名、文化赋能与场景营销三大引擎，品牌持续触达年轻消费群体并破圈。

投资建议：公司通过优化产品结构、调优渠道策略等措施，实现业绩的逆势增长；叠加正处于由区域品牌向全国性品牌扩张进程中，线下开店依然有较大空间，有望保持较快收入/利润增长，且在黄金饰品行业转型下增长具备可持续性。我们预计25-26年公司归母净利润1.2、1.6亿元，考虑到公司相对更大的成长空间，给予“推荐”评级。

风险提示：消费持续疲软；行业竞争加剧；金价大幅波动的风险

盈利预测 (人民币)

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2357	2936	3619	4369
(+/-)%	22.55	24.56	23.24	20.75
归母净利润	96	123	156	194
(+/-)%	20.02	28.18	26.58	24.60
EPS (元)	0.37	0.47	0.60	0.74
ROE (%)	5.95	7.27	8.68	10.11
PE	31.05	33.16	26.20	21.02
PB	1.86	2.41	2.27	2.13

数据来源: wind 方正证券研究所

注: EPS 预测值按照最新股本摊薄

正文目录

1	深耕时尚珠宝赛道，打造年轻化珠宝品牌	6
1.1	公司概况：国内轻奢时尚珠宝首饰品牌集团，由区域强势向全国扩张	6
1.2	发展历程：差异化品牌定位，由区域性强势品牌向全国扩张	7
1.3	股权结构：股权结构稳定集中，创始人孙松鹤先生为实控人	8
1.4	管理团队：核心团队稳定，伴随公司一路成长	8
2	行业规模持续向上，悦己需求引领金饰赛道贡献最大增量	9
2.1	行业概况：黄金主导珠宝首饰市场，价格驱动市场规模向上	9
2.1.1	价：黄金长牛+工艺提升驱动价格端持续向上	10
2.1.2	量：13年后黄金消费量整体保持平稳，年消费量在1000吨左右	11
2.2	行业趋势：金价持续上涨，金饰行业由传统渠道驱动转为品牌/产品驱动增长	13
3	差异化品牌&产品定位，受益于行业趋势转型，由区域迈向全国	14
3.1	精准卡位“每一天的珠宝”定位，塑造高频轻奢品牌形象	14
3.2	产品：东方时尚及现代审美两条产品主线打造主题矩阵	16
3.3	渠道：线上赋能线下，线上线下全渠道协同发展	19
3.3.1	线上渠道：20年后驱动公司收入高增	19
3.3.2	线下渠道：24年后线下渠道加速扩张，由区域强势迈向全国扩张	20
3.4	营销端：小红书圈层渗透+IP“泛代言人”矩阵，构建年轻消费品牌生态	22
4	盈利预测和投资建议	25
4.1	盈利预测	25
4.2	投资建议	26
5	风险提示	26

图表目录

图表 1: 公司收入和同比增速	6
图表 2: 公司归母净利润和同比增速	6
图表 3: 公司分产品收入	6
图表 4: 公司分产品收入增速	6
图表 5: 公司分渠道收入	7
图表 6: 公司分渠道收入增速	7
图表 7: 公司分业务模式收入	7
图表 8: 公司分业务模式收入增速	7
图表 9: 公司股权结构 (截止于 2025Q3 末)	8
图表 10: 公司管理团队简介	9
图表 11: 中国珠宝市场规模按材料拆分	9
图表 12: 中国珠宝市场细分品类年均 CAGR	9
图表 13: 不同消费场景下黄金首饰占珠宝首饰比重	10
图表 14: 金价与美元指数走势图	11
图表 15: 金价与通胀预期走势图	11
图表 16: 中国黄金珠宝市场规模按加工技术拆分	11
图表 17: 不同黄金工艺特点	11
图表 18: 中国黄金珠宝市场复盘	12
图表 19: 中国黄金首饰历年消费量	13
图表 20: 中国黄金消费量拆分	13
图表 21: 2010-2023 年各黄金珠宝品牌门店数	13
图表 22: 各家黄金珠宝品牌推出带有品牌印记的差异化产品系列	14
图表 23: 某黄金珠宝公司克重黄金、定价产品增速	14
图表 24: 某黄金珠宝公司一口价产品占比变化	14
图表 25: 黄金珠宝品牌抖音渠道受众画像按年龄分布	15
图表 26: 黄金珠宝品牌天猫官旗 25 年 GMV 按价格带分布	15
图表 27: 曼卡龙品牌天猫官旗历年数据	15
图表 28: 慕璨品牌部分天猫官旗爆款	16
图表 29: 风华品牌首店	16
图表 30: 曼卡龙品牌部分明星主题系列	17
图表 31: 设计师黄金品牌 ATMAN 部分产品展示	18
图表 32: 曼卡龙凤华·花丝炸珠系列	18
图表 33: 曼卡龙绸光臻星 织光系列	18
图表 34: 曼卡龙东方庇护系列	19
图表 35: 曼卡龙线上收入及增速	19
图表 36: 曼卡龙线上收入占比	19
图表 37: 曼卡龙历年线上拆分	20
图表 38: 公司线下收入及增速	20
图表 39: 公司线下门店数量	20
图表 40: 公司线下渠道收入分模式拆分	21
图表 41: 公司线下渠道门店数拆分	21
图表 42: 公司线下分地区收入及占比	21
图表 43: 公司历年在浙江省内/外新增门店数	21
图表 44: 曼卡龙品牌新形象店	22
图表 45: 曼卡龙凤华门店形象	22

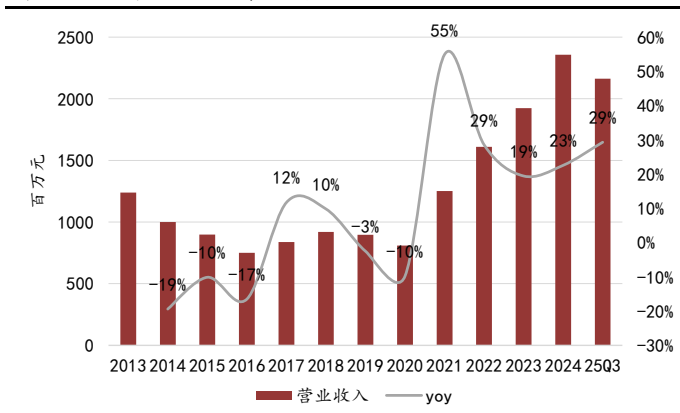
图表 46: 公司线下单店收入及增速.....	22
图表 47: 公司线下单店收入 (剔除钻石镶嵌品类)	22
图表 48: 公司近年部分代表性营销举措.....	23
图表 49: 公司部分代表性联名产品.....	24
图表 50: 曼卡龙品牌升级会员权益.....	24
图表 51: 公司分业务收入预测	25
图表 52: 可比公司估值表 (截至 26/3/31)	26

1 深耕时尚珠宝赛道，打造年轻化珠宝品牌

1.1 公司概况：国内轻奢时尚珠宝首饰品牌集团，由区域强势向全国扩张

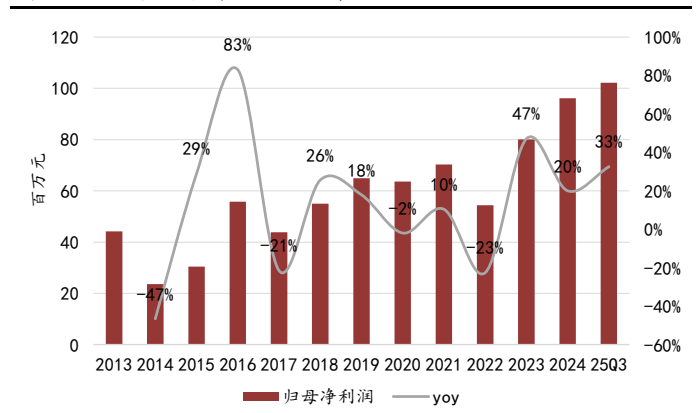
国内轻奢时尚珠宝首饰品牌集团。公司前身是1994年设立的万隆珠宝，2009年曼卡龙品牌正式成立，21年成功在深交所上市，定位年轻女性消费群体，围绕年轻、时尚、活力的品牌调性，以年轻审美与原创设计为核心，打造都市时尚女性成为人群中的“每天·亮点”。公司也形成以曼卡龙、凤华、慕璨、设计师品牌Ātman、宝若岚等珠宝首饰品牌矩阵，满足不同消费群体需求。公司以线上渠道为主（25Q3占比55%），线下浙江为核心区域并逐步向全国扩展，已覆盖全国18省3市。公司自20年疫情后通过线上驱动整体保持较快增长，20-24年公司收入、归母净利润CAGR分别为30.7%、10.9%。25年前三季度公司收入21.6亿，同比+29.3%；归母净利润1.0亿，同比+32.6%。

图表1:公司收入和同比增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

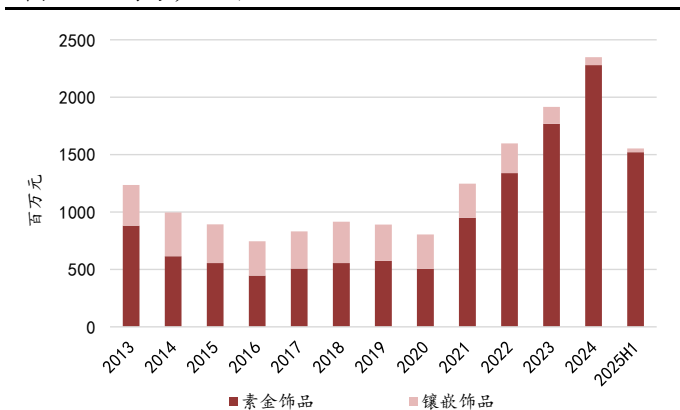
图表2:公司归母净利润和同比增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

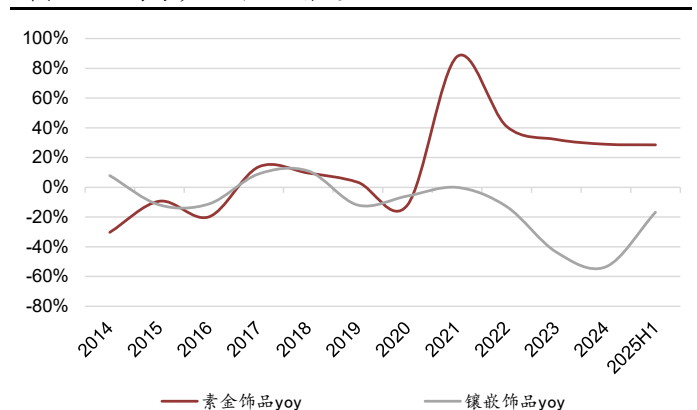
分产品看，素金饰品占比持续提升。公司自发展初期黄金饰品与钻石镶嵌饰品并重，但近年来随着培育钻兴起及钻石价格持续下行，钻石镶嵌行业整体承压。公司顺应终端消费趋势积极进行产品转型，围绕素金饰品持续推陈出新，通过素金饰品驱动增长。公司素金主要包括计克类、计件类黄金饰品等，四大核心黄金品类为手工花丝、时尚黄金、DIY和黄金点钻系列。2025H1公司素金饰品、镶嵌饰品收入分别为15.2亿、0.3亿，素金饰品为公司核心产品。

图表3:公司分产品收入



资料来源: wind, 方正证券研究所

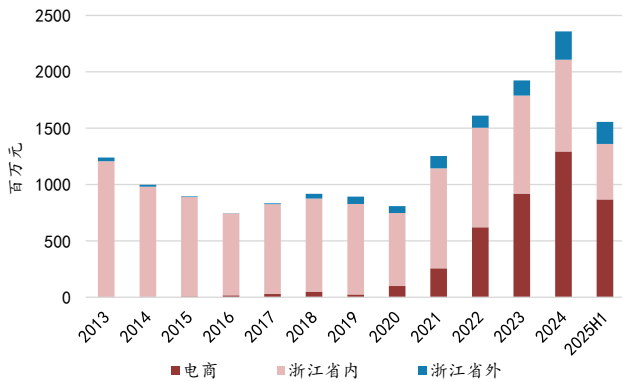
图表4:公司分产品收入增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

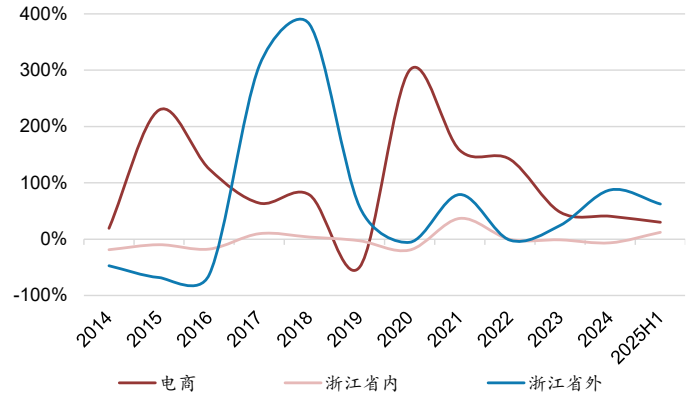
分渠道看，20年后线上驱动收入高增。20年面临疫情对线下销售的扰动，公司果断明确线上优先战略，大力发展线上渠道，布局天猫、抖音、京东、快手等渠道，并加大小红书种草营销，实现线上渠道突破性的增长。24年后随着线上占比的逐步趋缓，公司积极拓展线下浙江省外市场，由区域性品牌向全国性实现扩张。2025H1公司线上、浙江省内、浙江省外市场收入分别为8.7、4.9、2.0亿元，同比+30.0%、+12.1%、+62.3%，占比分别为56%、32%、13%。

图表5:公司分渠道收入



资料来源: wind, 方正证券研究所

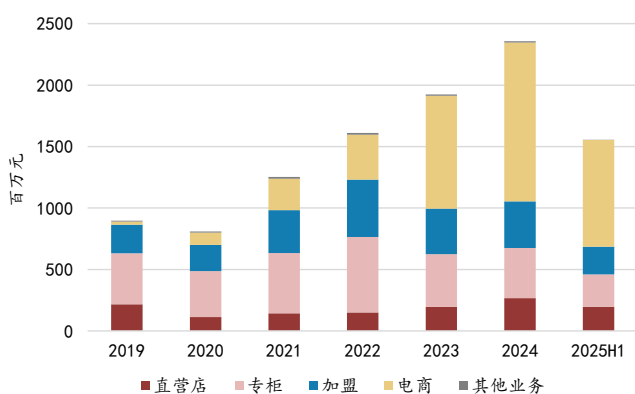
图表6:公司分渠道收入增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

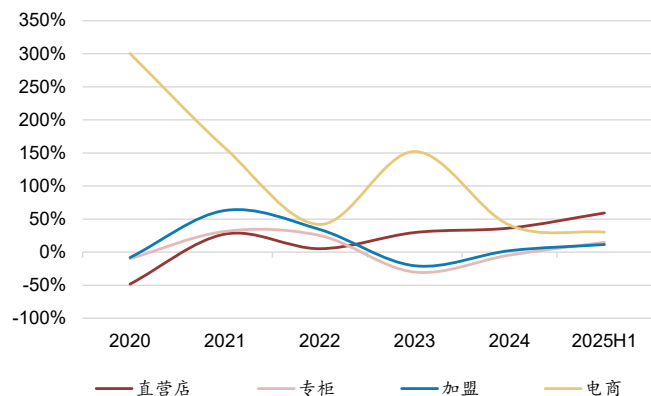
分业务模式看，自营+加盟双轨发展。公司开店策略是在核心城市的核心商圈开设直营店、其他地方拓展加盟，即直营“攻坚打点”、加盟“覆盖打面”的模式。2025H1公司直营渠道、专柜渠道、加盟渠道分别实现营收2.0亿元、2.6亿元、2.2亿元，分别同比+59.3%、+14.9%、+11.4%，近年来线下渠道中直营店保持更快增长，主因公司在向全国性扩张过程中，在成长型/空白区域核心商圈优先开设直营门店打造样板标杆。

图表7:公司分业务模式收入



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表8:公司分业务模式收入增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

1.2 发展历程：差异化品牌定位，由区域性强势品牌向全国扩张

纵观公司发展历程，我们将其划分为三个阶段：

国际化道路孕育品牌基因，曼卡龙破壳而生（1994—2010）：曼卡龙公司前身为万隆珠宝，由创始人孙松鹤先生于1994年创办。作为本土市场起步的品牌，公司以国际化方向铺设先锋时尚道路，1996年成为戴比尔斯战略合作伙伴，次年加

入WGI世界黄金协会、国际铂金协会全球推广体系。2009年，“MCLON曼卡龙”品牌正式创立，并于2010年完成品牌体系整合。

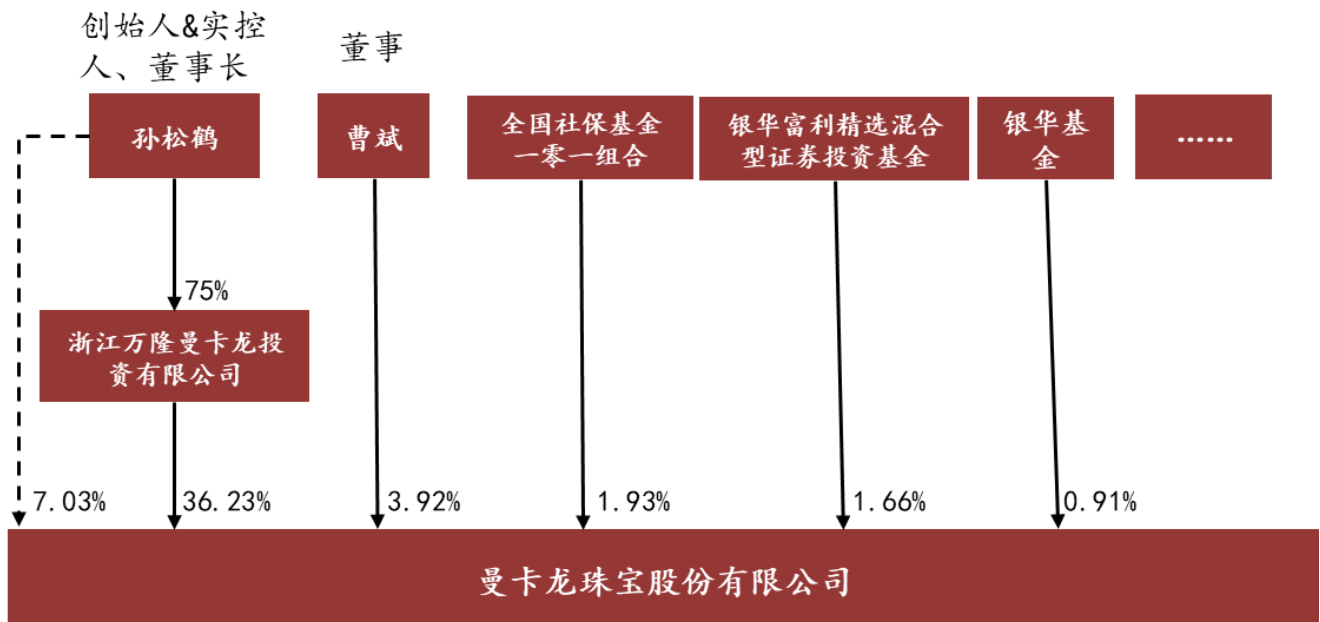
锚定“轻时尚”新概念，区域强势品牌深耕浙江省内市场（2011—2019）：与彼时黄金珠宝友商品牌更多侧重三金五金婚庆市场不同，曼卡龙品牌提出“轻时尚珠宝品牌”定位，精准切入年轻消费者对于日常化、时尚化珠宝的需求。2019年，公司启动数字化战略，上线基于阿里云架构的业务中台系统，加快全渠道融合。这一时期公司整体基本深耕浙江区域，在当地构建起较强的品牌知名度；但收入端整体增长较为缓慢，利润波动向上。

疫情发力线上业务驱动快速扩张，逐步由区域性品牌迈向全国（2020—至今）：2020年疫情影响线下销售，公司明确线上优先战略目标，通过天猫、抖音等渠道实现了整体收入规模的快速增长，线上收入占比由疫情前的低单位数快速提升至50%以上。24年后随着线上占比趋稳，开始加速拓展线下渠道，通过省代布局浙江省外区域，逐步由区域性强势品牌向全国扩张。同时，公司也于2021年成功登陆深交所，成为A股“轻奢时尚珠宝第一股”，并逐步搭建起曼卡龙、凤华、慕璨、设计师品牌Atman、宝若岚等珠宝首饰品牌矩阵，满足不同消费群体需求。

1.3 股权结构：股权结构稳定集中，创始人孙松鹤先生为实控人

公司股权结构集中且稳定，创始人孙松鹤先生为实际控制人。截至2025年Q3末，孙松鹤作为公司创始人、董事长、实控人，通过直接与间接方式合计持有公司43.26%股权，有效保证公司战略贯彻落地；公司董事曹斌持股比例为3.92%。同时社保基金和公募入局，整体股权结构健康。

图表9:公司股权结构（截止于2025Q3末）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

1.4 管理团队：核心团队稳定，伴随公司一路成长

公司管理团队稳定，具备丰富行业经验。公司创始人孙松鹤先生深耕珠宝首饰赛道三十余年，自1994年创立公司以来经历行业几轮变迁，核心高管也大多伴随公司多年成长，整体管理团队稳定，行业经验丰富且经历几轮行业周期。

图表10: 公司管理团队简介

姓名	职务	年龄	履历
孙松鹤	董事长、总经理	63	曾任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，公司董事长、总经理
曹斌	董事、副总经理	62	研究生学历，高级经济师。加入公司后历任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；现任公司董事。
吴长峰	董事、副总经理、人力资源经理	47	曾任万隆曼卡龙珠宝人力资源经理、公司人力资源经理、公司区经理、公司大区总经理；现任公司董事、副总经理
瞿吾珍	董事	56	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；现任公司董事。
孙舒云	董事、首席设计师	36	毕业于意大利米兰欧尼设计学院；现任公司董事、首席设计师。
付杰	董事、财务总监	40	研究生学历，中国注册会计师；现任公司董事、财务总监。
许恬	董秘、副总经理	44	现任公司董事会秘书、副总经理。

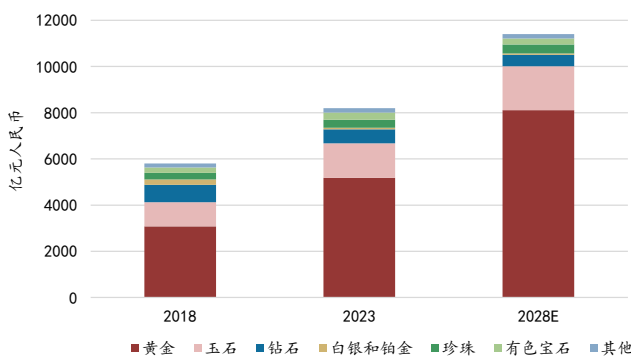
资料来源：公司公告，方正证券研究所

2 行业规模持续向上，悦己需求引领金饰赛道贡献最大增量

2.1 行业概况：黄金主导珠宝首饰市场，价格驱动市场规模向上

黄金珠宝为中国珠宝市场最受欢迎品类。2023年中国珠宝市场规模8200亿元，其中黄金珠宝为核心品类市场规模约5180亿元，占比达63.2%，近年来占比呈持续上升态势。我们认为随着金价持续上涨、叠加黄金工艺改善、产品不断推陈出新受到更多消费者喜爱，未来行业整体有望保持较快增长，且在珠宝市场中份额有望持续提升。

图表11: 中国珠宝市场规模按材料拆分



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，沙利文咨询，方正证券研究所

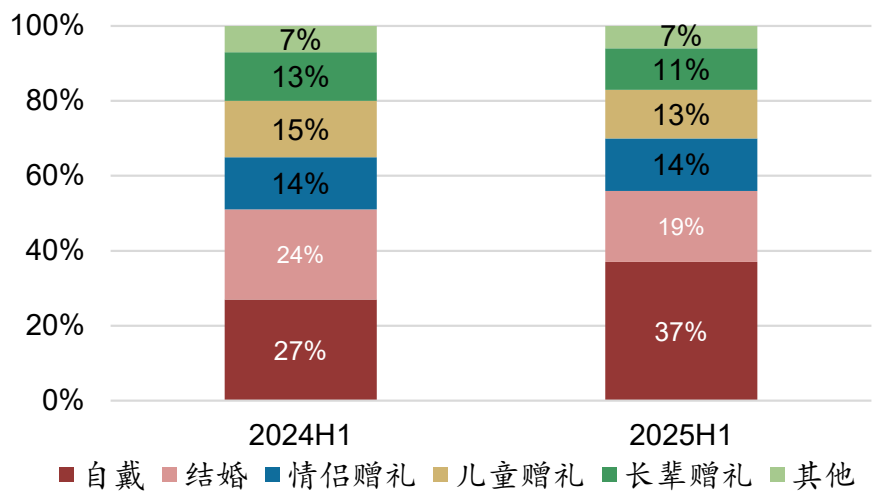
图表12: 中国珠宝市场细分品类年均 CAGR

	2018-2023	2023-2028E
黄金	11.0%	9.4%
玉石	7.5%	4.9%
钻石	-4.5%	-3.9%
白银和铂金	-21.3%	-4.0%
珍珠	3.8%	2.1%
有色宝石	6.0%	-3.3%
其他	2.5%	0.1%

资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，沙利文咨询，方正证券研究所

珠宝消费场景看，自戴已成为主要消费场景。根据世界黄金协会及中国黄金报社数据，2025H1珠宝首饰消费场景中，自戴、婚庆需求、情侣赠礼、父母长辈赠礼、儿童赠礼占比分别为37%、19%、14%、13%、11%。趋势上呈现自戴比重显著上升，婚庆需求已缩减至约20%的份额。其中，黄金珠宝在不同消费场景下均占据主导地位。我们认为主因中国消费者有购买黄金的传统；此外金价长期上涨趋势下，消费者对金饰又具备保值属性的认知。

图表13:不同消费场景下黄金首饰占珠宝首饰比重



资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，方正证券研究所

中国黄金珠宝市场分量价看，2013年后黄金珠宝行业市场规模更多通过价增驱动。

——量：2013年抢金潮后，中国黄金整体消费量上基本保持平稳，年消费量在900-1000吨左右。但24年以来随着金价持续走高，黄金消费量开始持续走低，2025年中国黄金首饰、金条及金币消费量分别为364、504吨。

——价：金价长期呈上涨走势，仅2013年有大幅回调，其余多数年份中均保持震荡上涨态势。

2.1.1 价：黄金长牛+工艺提升驱动价格端持续向上

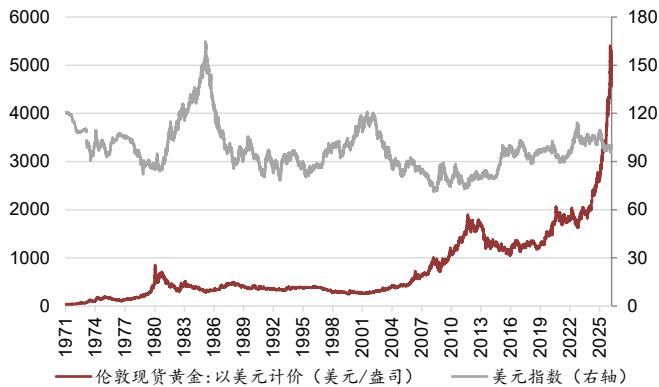
黄金兼具货币、金融、商品属性，与美元指数、通胀预期强相关。黄金作为一种特殊的大类资产，同时兼具类似于大宗商品的属性、类似于美元的货币属性、以及类似于债券的金融属性。

-**货币属性**：黄金由于其稀缺性，曾经长时间作为货币存在。在黄金的货币属性下，一方面与计价货币美元存在替代性，金价与美元指数负相关，另一方面相较于信用货币，黄金作为实物货币避险效果更佳，金价与风险指数正相关。

-**金融属性**：价格受两大因素影响，一是由于黄金“零票息”，实际利率是持有黄金的机会成本，金价与实际利率水平负相关；二是黄金投资具有保值性，金价与通胀水平正相关。

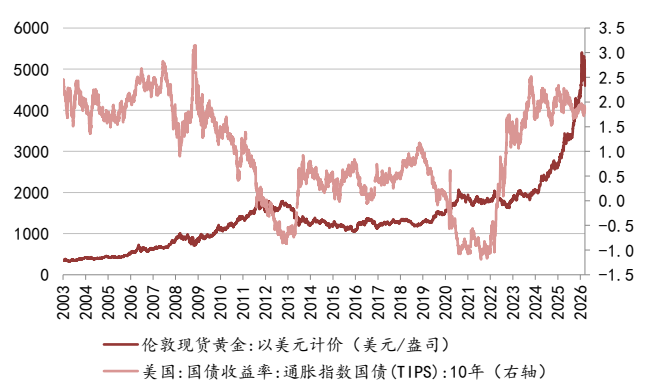
-**商品属性**：对金价影响较小。

图表14: 金价与美元指数走势图



资料来源: wind, 方正证券研究所

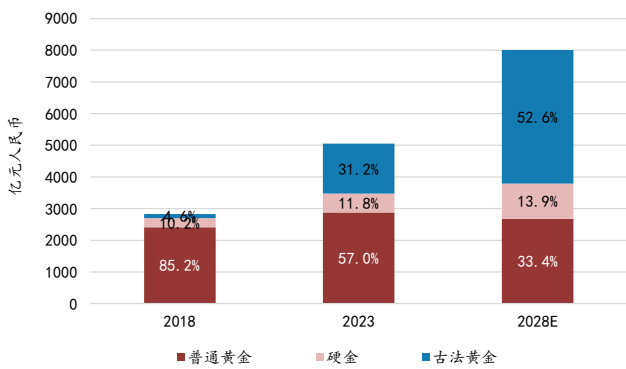
图表15: 金价与通胀预期走势图



资料来源: wind, 方正证券研究所

新式黄金产品精细度更高，工费高于普货黄金，其销售占比提升。黄金饰品随着行业持续推陈出新工艺，可按工艺分为普货、3D/5D 硬金、5G 黄金、古法金等。普货黄金款式简单，工费通常较低，而硬金、古法金饰品款式精细度更高，融合磨砂、车花、珐琅、花丝等工艺，部分款式需较多的手工参与，因而工费显著高于普货黄金。按市场规模看，古法黄金在一二线城市渗透率快速提升，整体市场占比已由 2018 年的 5% 快速提升至 2023 年的 31%，硬金占比约一成以上，普货黄金占比持续下滑但目前仍为主流。头部品牌加价更高，同品牌工艺更复杂加价更高。一般而言，强品牌力与产品力的周大福、老铺黄金等品牌收取的金价与工费更高；且同一品牌下工艺更复杂者加工费更高。

图表16: 中国黄金珠宝市场规模按加工技术拆分



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 沙利文咨询, 方正证券研究所

图表17: 不同黄金工艺特点

	工艺	特点	件重
普通黄金饰品	普通工艺	质地较软, 易磨损	
3D/5D 硬金饰品	电铸工艺	硬度较高, 款式多样	中空, 件重小
5G 黄金饰品	添加硬金粉		
古法金饰品	古老铸金工艺	哑光、古香古色	厚重, 件重大

资料来源: 方正证券研究所

2.1.2 量: 13 年后黄金消费量整体保持平稳, 年消费量在 1000 吨左右

我国的黄金行业从市场管制到开放, 再到逐渐成熟, 经历了多个发展阶段, 具体如下:

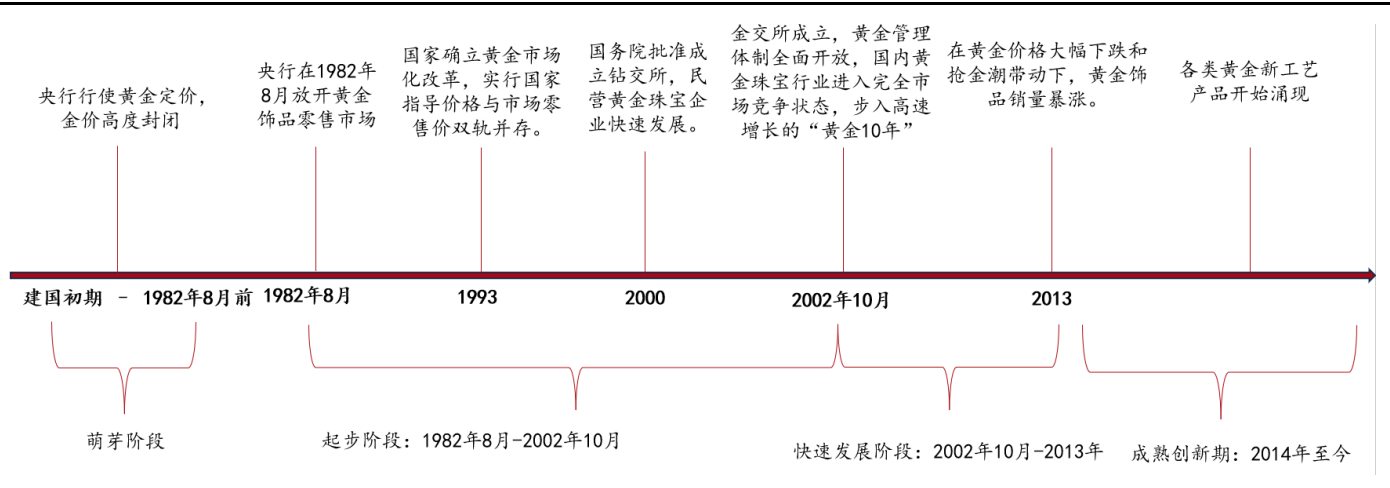
冻结买卖阶段: 1950-1982。中国人民银行于 1950 年下发《金银管理办法》(草案), 规定冻结民间金银买卖, 由央行负责金的统管、统配和统购。直到 1982 年, 中国政府才恢复出售黄金饰品, 开放黄金零售市场。

统配统购阶段: 1983-2001。1983 年, 国务院颁布《中华人民共和国金银管理条例》, 规定黄金的收购、配售、价格制定和生产加工等业务统一归中国人民银行管理, 实施统配统购政策。

金饰行业十年黄金期：2002-2013。2001年，黄金统配统购被取消，黄金交易流通限制进一步解除。2002年，中国黄金交易所开业，自此中国黄金市场走向全面开放，黄金消费需求开始快速增长。2013年金价暴跌下的抢金潮将行业推至最高点。

成熟创新期：2014年至今。2013年抢金潮后，黄金消费需求逐渐进入平稳期，国内年整体消费量在1000吨左右，但更多黄金工艺、产品创新在这一时期推出，市场规模更多的由金价与加价率提升推动。

图表18: 中国黄金珠宝市场复盘



资料来源：中国黄金协会，wind，方正证券研究所

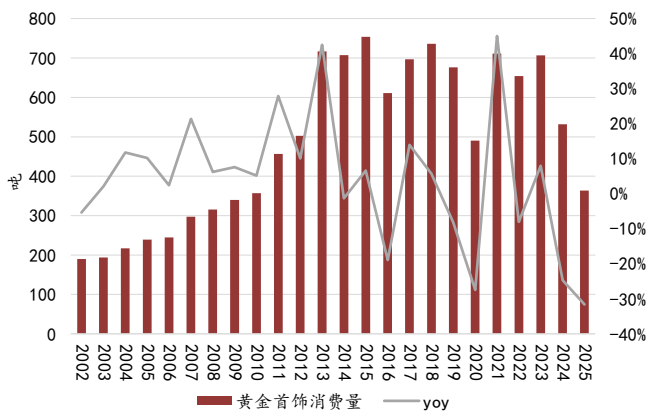
近年来黄金年消费量有所下行。黄金消费可以分为工业黄金、黄金首饰、投资黄金三类。2025年三者年消费量分别为82、364、504吨，其中工业金保持平稳、金饰近年有所下滑、投资金消费量持续上涨。

1) 工业用金：基本保持平稳占比小，黄金作为贵金属商品属性低。年消费量不足100吨，影响小。

2) 黄金首饰：03年-12年稳步上升，13年抢金潮达到顶峰，但随后随着中国经济放缓叠加结婚数放缓，更多海外珠宝奢侈品进驻中国，黄金首饰的消费量基本保持平稳，维持在700吨左右水平浮动。但24年以来随着金价持续走高，黄金首饰消费量开始持续走低（虽然考虑金价整体规模仍在上涨），2025年中国黄金首饰消费量分别为364吨。

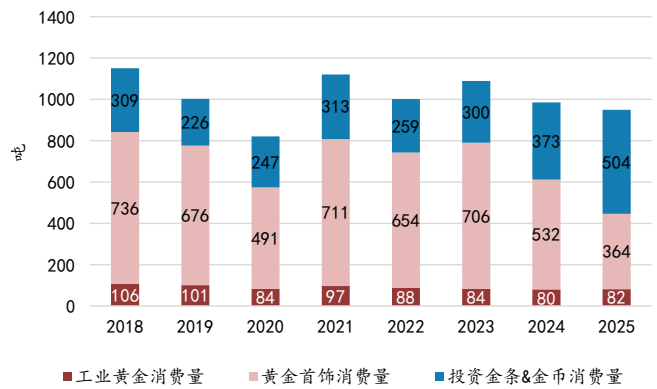
3) 金条及金币：企业、央行、民间投资者共同投资。其需求更多受投资者看涨/看跌预期、避险情绪、货币政策等影响。24年金价开启新一轮牛市以来带动投资黄金需求大涨。

图表19: 中国黄金首饰历年消费量



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表20: 中国黄金消费量拆分

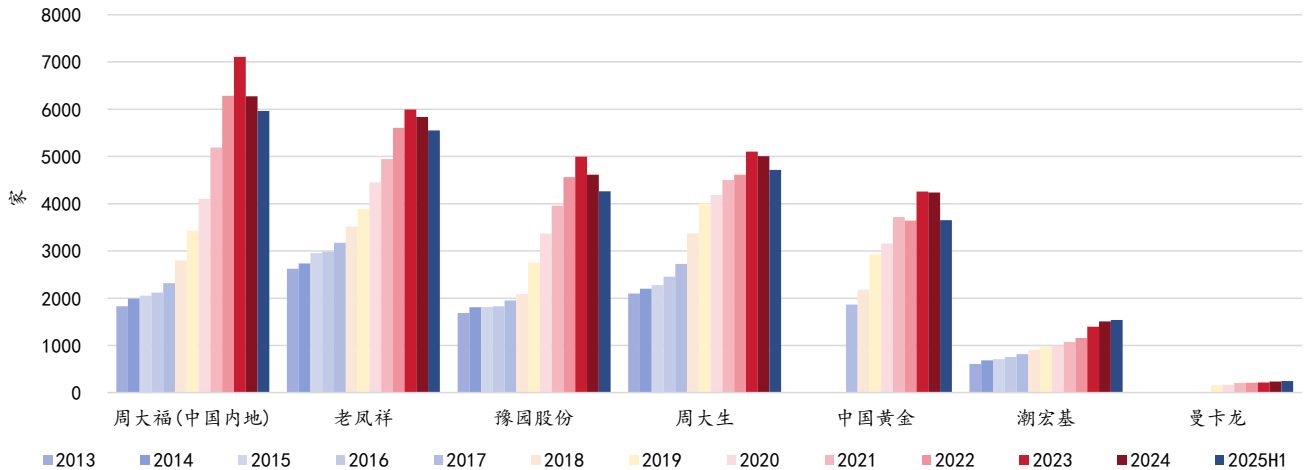


资料来源: wind, 方正证券研究所

2.2 行业趋势: 金价持续上涨, 金饰行业由传统渠道驱动转为品牌/产品驱动增长

17年后品牌进入新一轮渠道扩张周期, 行业向头部集中趋势明显。从品牌端来看, 17年后头部品牌进入新一轮扩店周期, 收入取得优于行业的增长, 行业集中度持续提高。在整体消费量保持较为平稳的情况下, 我们认为下游中小品牌处于持续出清过程中, 且头部品牌附加值更高驱动行业整体规模增长。

图表21: 2010-2023年各黄金珠宝品牌门店数



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所整理

黄金珠宝行业正经历一轮由传统渠道驱动转为品牌/产品驱动增长的趋势性转型。黄金珠宝过往商业模式传统, 且因需求刚需、存货保值、资金壁垒等特征下行业变化缓慢。但24年以来, 金价持续上涨下传统婚庆类金饰需求量下降; 黄金工艺提升, 叠加老铺成功出圈拉升消费者对黄金的认知, 催化金饰日常佩戴/悦己需求, 行业迎来一轮重构, 由过往的渠道模式向产品/品牌转型。

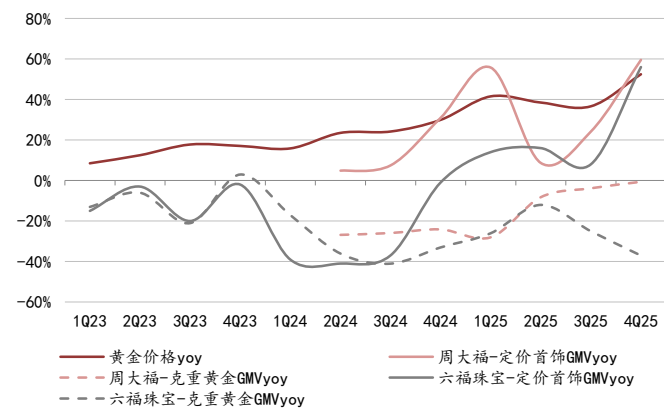
图表22:各家黄金珠宝品牌推出带有品牌印记的差异化产品系列



资料来源:各品牌官网、公众号、天猫官旗,方正证券研究所整理

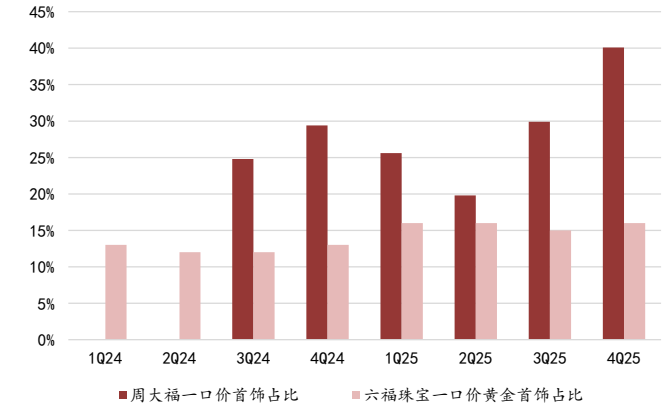
高金价下金饰行业分化加剧。高金价下传统克重金表现疲软;但一口价黄金凭借①工艺升级,古法与镶嵌等工艺提升金饰颜值,满足当下年轻消费者的悦己需求;②场景破圈,满足消费者日常外出穿搭需求;③金价上行期性价比提升,缩窄一口价与克重黄金之间的价差,实现逆势高增。

图表23:某黄金珠宝公司克重黄金、定价产品增速



资料来源: bloomberg, 方正证券研究所

图表24:某黄金珠宝公司一口价产品占比变化



资料来源: bloomberg, 方正证券研究所

3 差异化品牌&产品定位, 受益于行业趋势转型, 由区域迈向全国

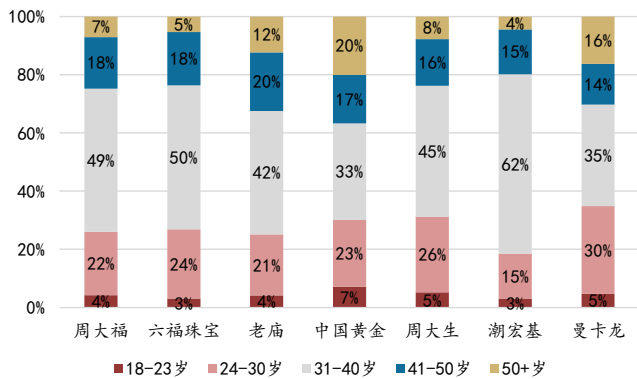
3.1 精准卡位“每一天的珠宝”定位, 塑造高频轻奢品牌形象

曼卡龙品牌精准定位年轻女性消费群体、悦己增量市场。随着金价持续走高,传统三金五金需求量承压,但黄金工艺提升下悦己金饰需求持续增长,珠宝的年轻化与日常化已成为主流趋势。曼卡龙品牌精准定位年轻女性消费群体,围绕年轻、时尚、活力的品牌调性,以年轻审美与原创设计为核心,基于品牌力持续提升产

品力和研发力，抢占悦己金饰的增量市场。我们统计黄金珠宝各品牌抖音渠道，曼卡龙品牌在30岁以下人群中占比最高。

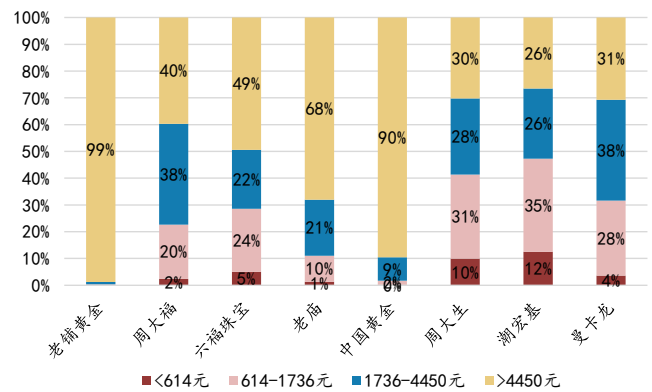
曼卡龙品牌定价始终围绕“每一天的珠宝”定位。与目标消费客群相呼应的是，曼卡龙品牌始终定位于“每一天的珠宝”，打造都市时尚女性成为人群中的“每天·亮点”，为顾客提供可以轻松拥有、具备轻奢时尚内涵的珠宝首饰。我们统计黄金珠宝各品牌25年天猫官旗价格带分布，曼卡龙品牌核心件单价在1000-4000元区间。

图表25:黄金珠宝品牌抖音渠道受众画像按年龄分布



资料来源：飞瓜，方正证券研究所

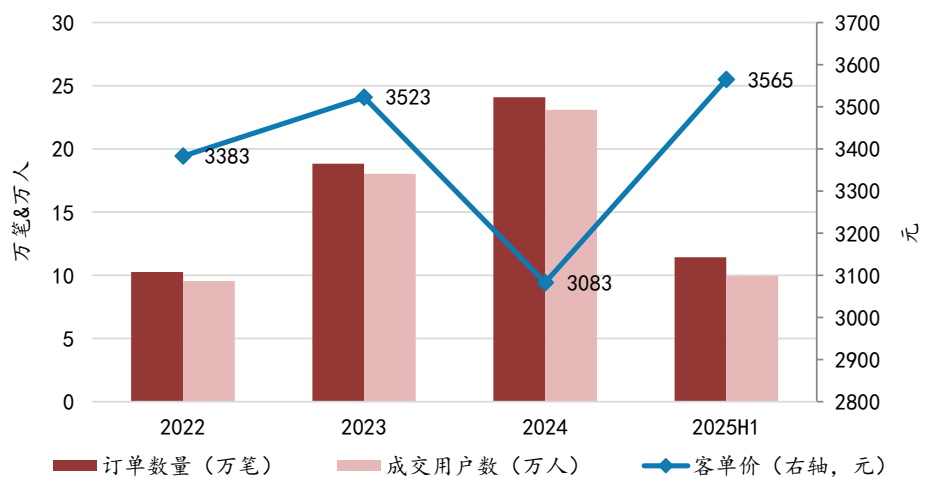
图表26:黄金珠宝品牌天猫官旗25年GMV按价格带分布



资料来源：久谦，方正证券研究所

聚焦年轻时尚的轻奢珠宝市场，品牌影响力持续提升。近年来随着金价高企，轻量化悦己市场有较大潜力，曼卡龙品牌定位显著受益。据公司披露数据，公司品牌影响力持续提升，通过消费群体破圈驱动增长。

图表27:曼卡龙品牌天猫官旗历年数据



资料来源：wind，方正证券研究所

成立子品牌矩阵满足消费者多样化需求。公司成立曼卡龙主品牌及慕璨、曼卡龙凤华、宝若岚等子品牌，覆盖高端、轻奢、时尚的多品牌体系，线下渠道形成差异化布局，有效补充和优化了产品结构，为消费者提供更多特色产品。其中：

慕璨品牌：定位“专注复古浪漫主义的先锋时尚珠宝品牌”，以“慕己为璨”为核心主张，是曼卡龙公司在培育钻石行业的前瞻布局，也是国内最早布局培育钻石行业的黄金珠宝品牌之一。品牌布局天猫、京东等线上渠道，热销款件单价在

1000-3000 元区间，满足年轻消费群体悦己消费需求，同时也契合公司本身“每一天的珠宝”的理念。2026 年慕璨公司现有股东协议转让 5% 股权给品牌运营负责人蒋泉，以充分调动管理人员的主动性与创造力。股权转让后，曼卡龙公司持股慕璨品牌 80.75%，仍为慕璨控股股东。

-曼卡龙凤华品牌：凤华定位中国新式宫廷美学原创珠宝品牌，通过延用宫廷传承的御用技法、文物形态、吉祥纹样与民族美学，以时尚设计带来传统元素的赋新演绎。品牌由原先曼卡龙大单品（凤华戒指）—凤华系列（产品矩阵扩充）—凤华子品牌逐步延申而来，于 24/8 在西安开设首家凤华子品牌线下门店，其单店客单价、销售体量均超曼卡龙主品牌，经营结构良好。通过凤华系列&子品牌的布局完善公司在高端产品&客群上的品牌矩阵搭建。

图表28:慕璨品牌部分天猫官旗爆款

图表29:凤华品牌首店



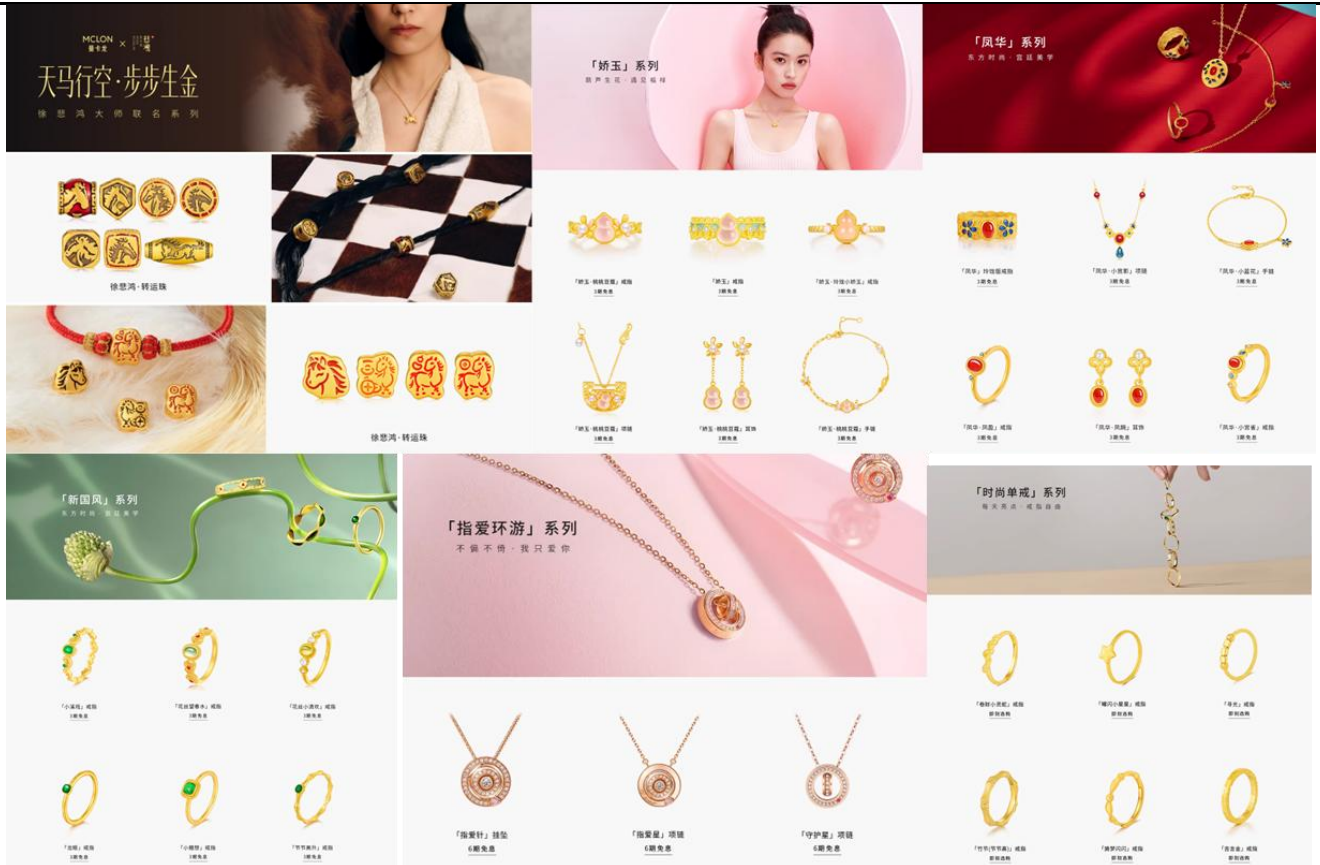
资料来源：公司官网，方正证券研究所

资料来源：曼卡龙凤华公众号，方正证券研究所

3.2 产品：东方时尚及现代审美两条产品主线打造主题矩阵

曼卡龙品牌围绕东方时尚及现代审美两条主线打造产品矩阵。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。公司高度重视产品的原创态度和时尚设计，围绕年度战略规划及春夏与秋冬两大消费周期，系统开展主题系列与产品线的研发工作。公司通过过去不同周期的迭代，旨在打造强风格、强主题印记具有曼卡龙产品特色的大主题系列，包括凤华系列、娇玉系列、黄金戒指系列、蝴蝶系列等爆款。

图表30:曼卡龙品牌部分明星主题系列



资料来源：曼卡龙天猫官旗，方正证券研究所

曼卡龙品牌将黄金与珐琅/宝石做融合，具备明显差异化。相较于市场上友商的黄金珠宝产品，曼卡龙更多运用花丝、炸珠等非遗工艺，将黄金与珐琅、钻石、宝石等搭配融合，将年轻审美、社交互动、文化传承与非遗工艺融入产品设计中，持续构建差异化的品牌价值。具体到细分品类上，曼卡龙品牌在戒指、手串手链等品类上具备强品牌认知；同时通过布局风华等偏高端的产品系列，拉高品牌价值。

构建产品开发体系，数字化赋能产品上新与周转速度。公司一方面线上占比高，具备一手的终端消费趋势数据，在此基础上通过产品数字化为引擎，助力产品研发建立“趋势预判—快速打样—动态优化”的敏捷开发流程，缩短新品研发、测试与推广的周期，从1-3个月缩短至2-3周，每年上新SKU千余款，能更好抓住终端消费热点，提升消费者的复购率。

设计资源立足国际视野，紧跟国际时尚趋势。公司采取“内部设计师主导策略+外部设计师协同执行”的开放式研发模式，既保证品牌调性的统一，又引入外部创意资源的活力。公司首席设计师孙舒云少时在欧洲求学，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，设计作品曾入选 MILANO-SHOWROOM 艺术展；同时其也是石野 ATMAN 独立设计师黄金品牌的主理人，用黄金千锤百炼不改本性的特质，表达现代女性一般不被定义，各自美丽的状态。曼卡龙品牌也先后曾与国内外多个设计大师、团队合作开发系列产品。

图表31:设计师黄金品牌 ATMAN 部分产品展示



资料来源: ATMAN 品牌公众号, 方正证券研究所

我们也梳理了近期品牌主推的新品系列,包括花丝炸珠、东方庇护、绸光等系列,均将黄金工艺与文化进行完美融合,用古技叙新篇,用产品传递美好寓意。具体看,

——**凤华花丝炸珠系列**: 25 年底上新,采用的花丝炸珠工艺源自中国古代金工传统,在汉唐金器中曾大放异彩成为“金筐宝钿”的典范,曼卡龙以现代科技辅佐传统手法,用花丝炸珠工艺续写盛唐风骨。

——**东方庇护系列**: 以金为载体、钻为光芒,通过东方古老符号葫芦、貔貅、八卦、星宿等为形象,多运用轴承定格工艺实现灵动旋转结构,暗合天地流转之玄机,传递“福、禄、寿、喜、财”等东方美好寓意。

——**绸光鑲星系列**: 通过简约大气的拉丝编织工艺呈现黄金的特色肌理,搭配点钻勾勒出光芒的低调奢华感。

图表32:曼卡龙凤华·花丝炸珠系列



资料来源: 曼卡龙官网, 方正证券研究所

图表33:曼卡龙绸光鑲星 织光系列



资料来源: 曼卡龙官网, 方正证券研究所

图表34:曼卡龙东方庇护系列



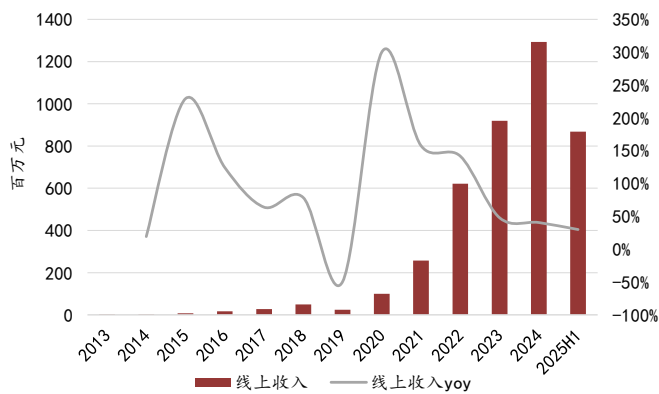
资料来源:曼卡龙公众号,方正证券研究所

3.3 渠道:线上赋能线下,线上线下全渠道协同发展

3.3.1 线上渠道:20年后驱动公司收入高增

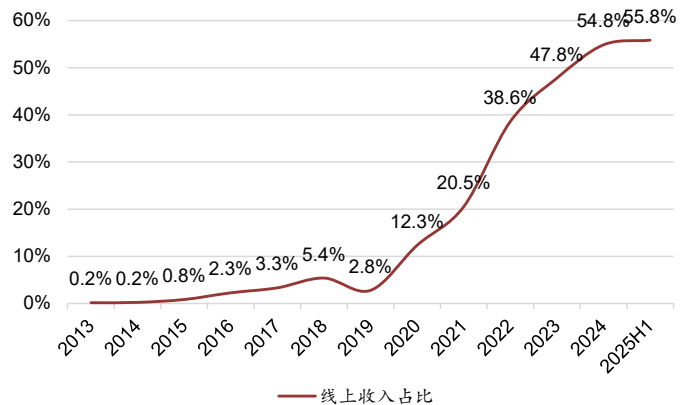
疫后发力线上业务,电商占比持续快速提升驱动收入增长。2020年疫情冲击线下消费背景下,公司明确大力拓展线上销售业务,扩大电商销售渠道,通过现有渠道深度合作、新渠道拓展、直播带货等营销方式全面提升线上销售规模;同时通过搭建线上新零售平台,赋能线下消费,通过提升线下门店的体验感反馈促进线上销售,实现全渠道协同发展。2025H1公司线上收入8.7亿/同比+30%,疫情以来持续保持高速增长,占比由19年的2.8%提升至55.8%。公司线上业务的成功,得益于其对天猫、京东、快手、抖音等全平台的精细化运营,以及对直播电商、内容营销等新玩法的快速跟进,成功打造了“风华”、“娇玉”、“中药养生系列”等多个线上爆款,有效提升了品牌在年轻群体中的影响力。

图表35:曼卡龙线上收入及增速



资料来源:wind,方正证券研究所

图表36:曼卡龙线上收入占比



资料来源:wind,方正证券研究所

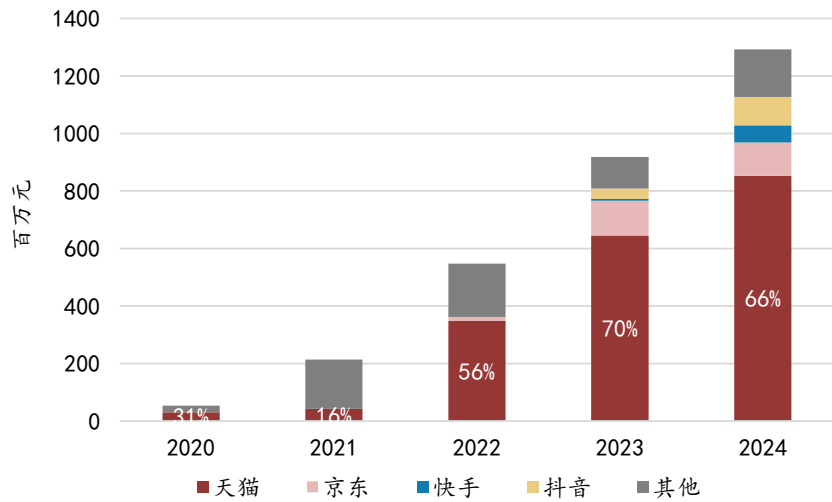
组织架构优化适配线上渠道。公司推行OPC战略,即线上优先—Online priority,产品驱动—Product Driven,内容营销—Content marketing;同时持续优化线上事业部组织架构,夯实研发、供应链、内容推广和渠道团队综合能力,以适应快速迭代的线上运营能力。

线上渠道拆分看,公司通过疫后五年多的发展时间,基本形成了以淘系为基本盘、并向抖音、快手、京东等平台快速拓展的多平台矩阵。24年公司天猫、京东、快手、抖音占线上销售比重分别为66%、9%、5%、8%;其中天猫渠道逐步进入平衡收入规模与利润的阶段;抖音/快手等内容渠道保持更快增长。具体各渠道发展策略如下:

-**天猫渠道**优化品类结构、持续研发有竞争力的产品，快速提升及优化产品内容素材，电商产品新研发同比增长，同时提升高毛利产品动销和占比；通过内容运营提高整体流量和体量，通过精细化运营店铺，以优化产品端为核心，内容运营为引擎，整体推动电商毛利率的提升。

-**抖音/快手等渠道**持续强化品牌自播，持续研发符合兴趣电商消费者的产品，通过自播、达播、商城、店铺同步扩大提升销售和毛利。

图表37: 曼卡龙历年线上拆分

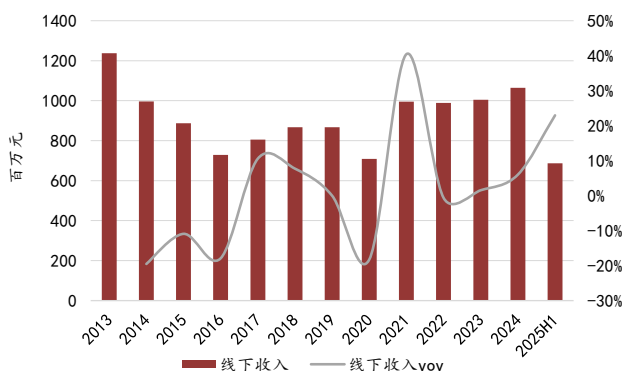


资料来源: wind, 方正证券研究所

3.3.2 线下渠道: 24年后线下渠道加速扩张, 由区域强势迈向全国扩张

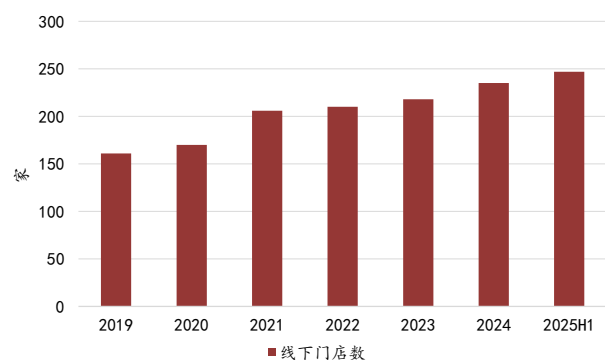
线下渠道整体保持平稳增长, 24年以来保持逆市扩张。相较于公司线上渠道的高速增长, 线下业务更多采取稳扎稳打的发展策略, 整体保持平稳增长。2025H1 公司线下收入 6.9 亿, 同比+23%, 占比近年基本稳定在 40-50% 区间; 线下门店 247 家, 覆盖国内覆盖浙江、江苏、安徽、天津、山西、陕西等省市, 在 24 年以来金价高企、行业渠道进入收缩期后依然保持逆市扩张。

图表38: 公司线下收入及增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

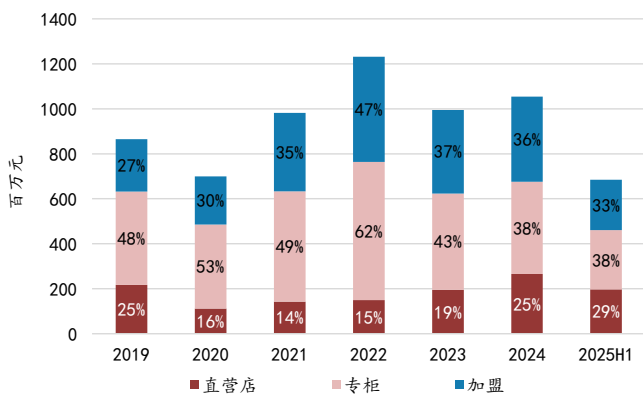
图表39: 公司线下门店数量



资料来源: wind, 方正证券研究所

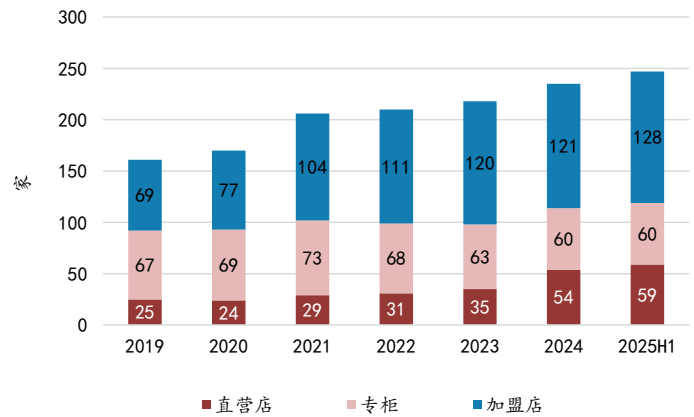
线下分模式看, 自营+加盟双向拓展。公司线下开店策略是在核心城市的核心商圈开设直营店、其他地方拓展加盟, 整体保持双线发展。25H1 公司直营店、专柜、加盟收入占比分别为 29%、38%、33%, 门店数分别为 59、60、128 家, 整体直营和加盟店均保持增长、专柜店有所收缩。

图表40:公司线下渠道收入分模式拆分



资料来源: wind, 方正证券研究所

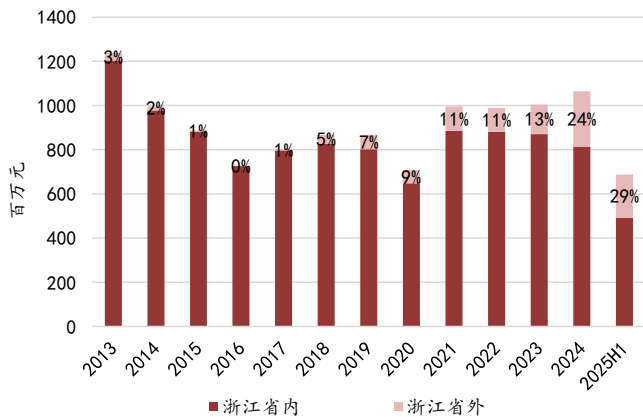
图表41:公司线下渠道门店数拆分



资料来源: wind, 方正证券研究所

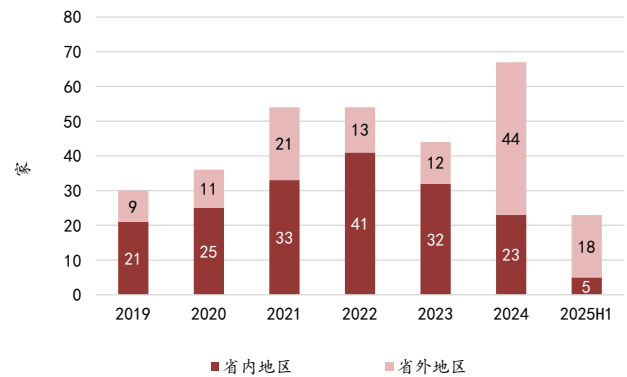
线下分地区看，省外区域开店近年更加积极，逐步迈向全国性品牌。公司发源于浙江，在浙江省内拥有较高的知名度和渗透率；24年以来更加积极的拓展浙江省外市场，逐步由区域性品牌迈向全国性扩张。具体策略上，公司建立以省级加盟代理为枝干，市级加盟代理为补充的全国加盟开发网络，在成长型区域联合省代通过直营与加盟协同发力，完善重点城市、核心商圈的网点布局；在空白区域优先在核心城市的核心商圈开拓直营门店，通过特色的品牌产品、精准的线上获客以及线上线下互动的模式，打造出直营标杆后再开放加盟。25H1 公司浙江省内、省外收入分别占线下收入达 71.5%、28.5%，省外渠道占比逐年稳步提升；同时 24 年后新开门店更多集中在省外，25H1 新增门店数中省外占比达 78%。

图表42:公司线下分地区收入及占比



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表43:公司历年在浙江省内/外新增门店数



资料来源: wind, 方正证券研究所

迭代门店形象&提升运营能力，同店效益稳步提高。公司 24 年以来完成品牌终端门店形象的新一轮焕新升级，从空间色彩、产品陈列、橱窗展示等各个维度提升消费体验，凸显了品牌气质的轻盈色彩、更显时尚年轻的材质组合，打破了固有传统金店的沉闷感，营造出轻松雅致的购物氛围。通过直营+专柜门店 SI 形象升级、优化品类结构和货盘升级及门店精细化运营，提升同店收入及毛利率水平。24 年公司自营门店、加盟店单店收入分别为 637、321 万，有所下降主因钻石镶嵌品类下滑，若剔除钻石品类单店近年仍保持稳步增长。同时对标行业头部周大福、老凤祥等品牌一千余万单店水平看，曼卡龙仍有较大提升空间。

图表44: 曼卡龙品牌新形象店



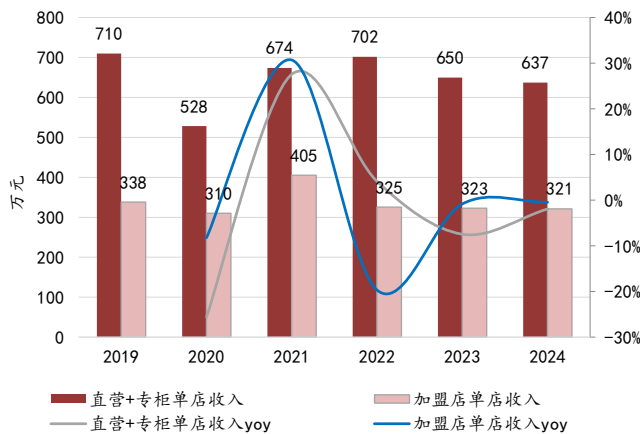
资料来源: 品牌官网, 方正证券研究所

图表45: 曼卡龙凤华门店形象



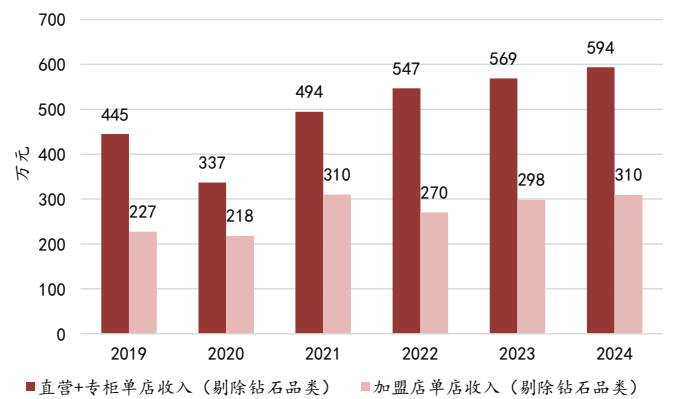
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表46: 公司线下单店收入及增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表47: 公司线下单店收入 (剔除钻石镶嵌品类)



资料来源: wind, 方正证券研究所

3.4 营销端: 小红书圈层渗透+IP“泛代言人”矩阵, 构建年轻消费品牌生态

通过全域创新营销, 打造曼卡龙以年轻审美为标识的东方时尚品牌新范式。相较于传统品牌通常以代言人形式做品牌营销推广, 公司持续以“年轻审美”为核心优势, 依托跨界联名、文化赋能与场景营销三大引擎, 成功打造多款行业现象级爆品, 通过更加高效的方式不断强化在年轻消费群体中的心智占领, 推动品牌价值实现跨越式提升。我们梳理了过去几年曼卡龙品牌相关的营销举措, 整体感受营销方法更为多元及敏锐, 且营销资源更加丰富。

图表48: 公司近年部分代表性营销举措

部分代表性营销举措	
2022	在小红书、抖音等新媒体平台，通过情感营销及内容种草营销，建立了高效的内容营销模型。爆款产品抖音达9亿+话题曝光，互动1000万+，带动线上线下推广产品的销售增涨。爆款产品抖音单支视频达280万赞，7000万播放。520、七夕期间，爆款项链在天猫、京东，单品销量榜均为第一。
2023	推出以风华系列和新国风系列为主的新国潮系列珠宝艺术展；持续进行产品推广种草，提高细分赛道的权重，全年款式推广数量近百款，笔记曝光2.5亿+，最高笔记7万+赞，达到千万级曝光，进入小红书热搜榜前十。
2024	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。将新品发布会搬入商场。与杭州南宋德寿宫遗址博物馆的联名合作中，并以德寿宫为灵感来源共创系列国潮珠宝产品；与《甄嬛传》联名，推出了品类多样、造型萌趣的一系列联名黄金产品；携东方美学珠宝亮相巴黎时装周；应邀出席沙特珠宝大会并发表了主旨演讲。
2025	与杭城地标文化建筑德寿宫达成合作，以宋韵美学赋能珠宝设计，推出“西湖食景，金喜杭城”系列产品；围绕520节点推出蔚蓝系列新品，合作小红书官方IP，深化了蔚蓝系列“自由浪漫、氛围感、仪式感”的产品形象；基于黄金中药养生系列在市场上获得的积极反馈，公司与百年国药品牌方回春堂携手推出中药养生联名系列；
2026	与北高峰财神联名，同时于北高峰索道开展线下打卡活动；与马年顶流徐悲鸿美术馆发布联名产品，并举行天马行空·曼卡龙珠宝艺术展。

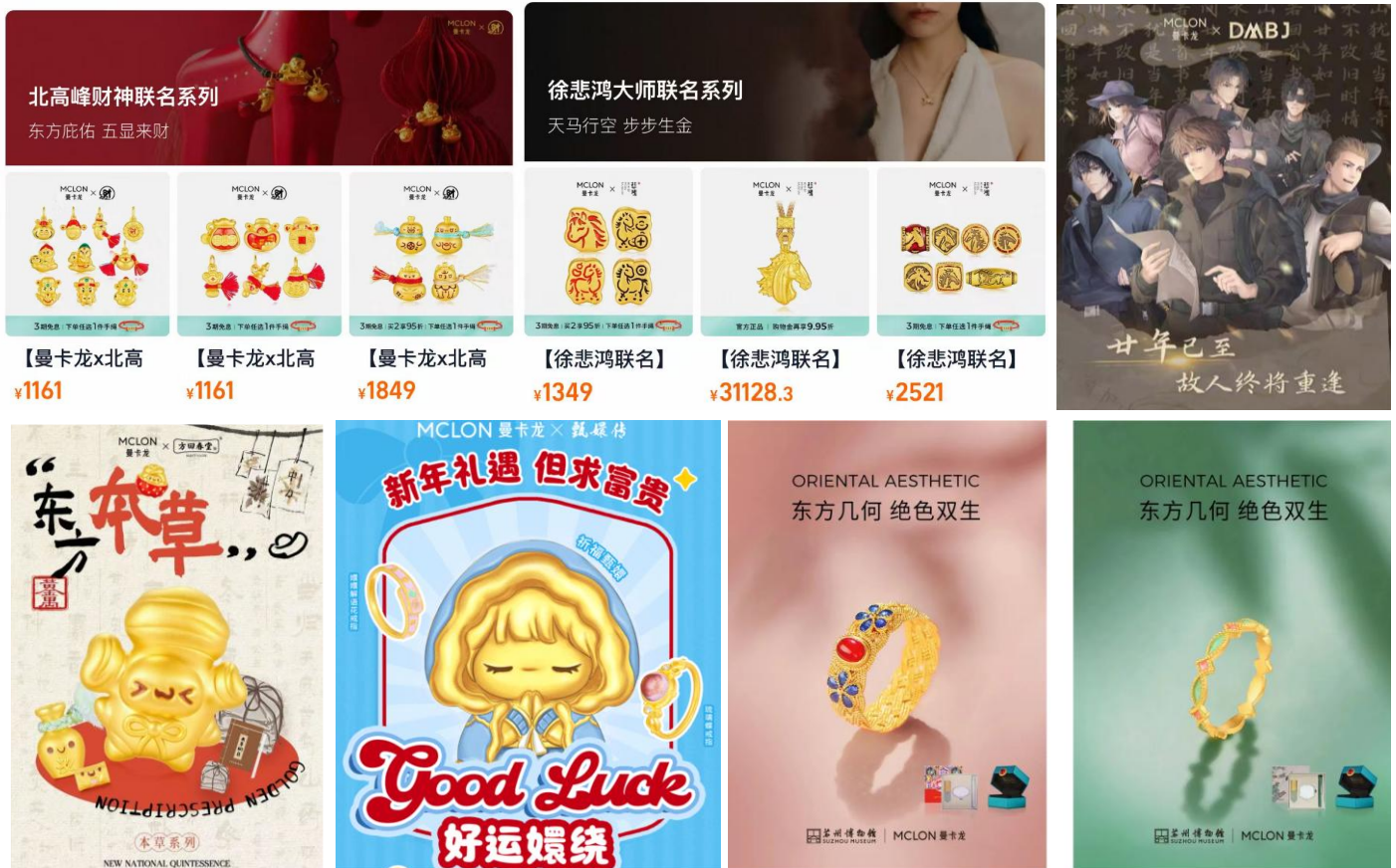
资料来源：公司公告，方正证券研究所



在跨界创新与年轻化战略布局中，公司近年来与热门 IP 合作均取得了不错曝光。近年来黄金珠宝行业也热衷跨界做 IP 联名，但成功的品牌联名需要将品牌的精神内核通过巧妙的方式转化为消费者能够直接感知和体验的情感符号。公司历史上与甄嬛传、盗墓笔记等 IP 联名均取得了良好的品牌营销和破圈的作业。25/7 月曼卡龙再度联手二次元 IP 《盗墓笔记》，推出多维度产品系列矩阵，积极探索“黄金收藏”与“谷子经济”的融合模式，获得千万级曝光，有效打破圈层壁垒。同时 26 年为马年，公司成功联名“马年顶流”徐悲鸿美术馆并开展联名珠宝艺术展，对比与徐悲鸿联名的其他品牌主要为奢牌为主，曼卡龙能在黄金珠宝品牌中率先独家联名徐悲鸿，也验证了其 IP 联名战术执行上的有效性。

更积极与中国文化元素，深化东方时尚品牌认知。公司近年来更加积极与承载中国古文化的地标性建筑、博物馆、品牌、IP 等联名，包括德寿宫、北高峰、苏州博物馆等，在传统文化、艺术收藏等垂直圈层形成高互动率的内容生态，不仅有助于传统工艺与现代设计的融合创新，也实现了公司从“产品输出”到“价值输出”的品牌进阶。

图表49: 公司部分代表性联名产品



资料来源：曼卡龙公众号，曼卡龙天猫官旗，方正证券研究所

打通会员体系，数据驱动实现精准营销。公司构建了以人工智能与大数据为核心驱动力的全渠道运营体系，25年公司上新 SCRM 中台系统，实现全渠道会员打通和会员体系升级，借助全渠道会员标签和自动化营销能力，更精准、高效且个性化地触达、沉淀和服务会员。

图表50: 曼卡龙品牌升级会员权益

会员尊享权益 - 会员会籍制度 -		会员权益体系				
<p>钻石会员</p> <p>黄金会员</p> <p>白银会员</p> <p>曼享会员</p> <p>无需消费 申请入会即可</p> <p>累计消费 满5000元</p> <p>累计消费 满20000元</p> <p>累计消费 满65000元</p>	<p>钻石会员</p> <p>黄金会员</p> <p>白银会员</p> <p>曼享会员</p>	<p>消费积分</p> <p>1倍</p>	<p>消费积分</p> <p>1倍</p>	<p>消费积分</p> <p>1.2倍</p>	<p>消费积分</p> <p>1.5倍</p>	
<p>- 入会即可享受以下权益 -</p> <p>入会礼券</p> <p>生日惊喜</p> <p>积分好礼</p> <p>消费积分</p> <p>城市沙龙珠宝品鉴</p> <p>售后特权</p>		<p>售后无忧</p> <p>生日礼券</p> <p>生日积分</p> <p>以旧换新</p> <p>积分兑换</p> <p>专业维修</p> <p>首饰清洗</p> <p>专属顾问</p> <p>品牌活动</p>	<p>首单2倍</p>	<p>首单3倍</p>	<p>品牌活动</p>	
<p>会员积分规则</p> <p>① 消费积分 会员消费获得相应等级积分</p> <p>② 积分兑换 可在会员中心兑换曼卡龙礼品</p> <p>③ 积分翻倍 会员可获得对应等级积分倍率</p>						

资料来源：公司官网，方正证券研究所

4 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

公司通过优化产品结构、调优渠道策略等措施，实现业绩的逆势增长；叠加正处于由区域品牌向全国性品牌转型进程中，线下开店依然有较大空间，有望保持较快收入/利润增长，且在黄金饰品行业转型下增长具备可持续性。我们对公司的关键盈利假设如下：

收入端：我们预计公司电商业务依然为增长主要驱动引擎；线下通过直营+加盟双轮驱动，逐步由区域性强势品牌向全国扩张。我们预计公司 25-27 年收入 29.4、36.2、43.7 亿，同比+24.6%、+23.2%、+20.7%。

净利润：我们预计公司毛利率有望随着电商渠道与产品结构优化，有望稳步提升；费比有望保持稳健；利润率水平有望持续提升。我们预计公司 25-27 年归母净利润 1.2、1.6、1.9 亿，同比+28.2%、+26.6%、+24.6%。

图表51:公司分业务收入预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
收入端（百万元）				
直营店+专柜				
营业收入	7	8	10	11
yoy	8.3%	20.6%	20.3%	14.2%
直营店+专柜数量	114	125	137	155
加盟店				
营业收入	4	4	5	5
yoy	2.1%	8.0%	10.0%	10.0%
门店数量	121	140	165	190
电商				
营业收入	13	17	22	28
yoy	40.8%	32.0%	28.0%	26.0%
委托代销				
营业收入	0.0	0.0	0.0	0.0
yoy	-22.3%	10.0%	10.0%	10.0%
合计收入	2357	2936	3619	4369
yoy	22.6%	24.6%	23.2%	20.7%
利润端（百万元）				
毛利率	13.4%	13.2%	13.3%	13.4%
销售费用率	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用率	2.9%	2.6%	2.5%	2.5%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用率	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
归母净利率	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%
归母净利润	96.1	123.2	156.0	194.3
yoy	20.0%	28.2%	26.6%	24.6%

资料来源：wind，方正证券研究所

4.2 投资建议

我们选取了黄金珠宝品牌中产品力领先的品牌公司老铺黄金、周大福、潮宏基、莱绅通灵作为可比公司。曼卡龙聚焦年轻客群，差异化产品设计满足消费者款式新颖、时尚度、个性化需求，同时部分低单价一口价产品受金价波动影响也较小，将持续受益于本轮金饰行业由过往渠道增长转变为品牌/产品驱动增长的大趋势。我们预计公司 25-27 年归母净利润为 1.2、1.6、1.9 亿元，考虑到公司相对更大的成长空间，给予“推荐”评级。

图表52:可比公司估值表（截至 26/3/31）

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			P/E		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
老铺黄金	976	48.7	69.4	86.9	20	14	11
周大福	948	76.6	85.1	93.6	12	11	10
潮宏基	92	4.7	6.6	8.0	19	14	11
莱绅通灵	26	0.8	1.4	2.0	31	19	13
行业平均					21	14	11
曼卡龙	41	1.2	1.6	1.9	33	26	21

资料来源: wind, 方正证券研究所; 注: 除曼卡龙外均采用 wind 一致预期

5 风险提示

消费持续疲软；行业竞争加剧；金价大幅波动的风险

附录:公司财务预测表

单位:百万元(人民币)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1588	1703	1867	2047	营业总收入	2357	2936	3619	4369
货币资金	720	705	721	756	营业成本	2042	2548	3136	3782
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	15	35	43	52
应收账款	53	71	89	103	销售费用	137	147	181	216
其它应收款	8	9	12	14	管理费用	68	75	90	107
预付账款	4	8	7	9	研发费用	2	2	2	3
存货	532	637	766	893	财务费用	-11	-6	-7	-9
其他	272	272	272	272	资产减值损失	-7	-6	-7	-9
非流动资产	220	238	239	242	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资收益	2	4	4	4
固定资产	78	84	85	86	营业利润	113	151	192	240
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	4	4	4	4
其他	142	154	154	155	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1809	1940	2106	2289	利润总额	117	154	195	244
流动负债	180	232	299	358	所得税	20	32	41	51
短期借款	95	127	169	209	净利润	97	122	154	192
应付账款	17	29	34	39	少数股东损益	1	-1	-2	-2
其他	68	77	96	111	归属母公司净利润	96	123	156	194
非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	126	175	217	265
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.47	0.60	0.74
其他	12	12	12	12					
负债合计	192	244	310	370	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3	2	0	-2	成长能力(同比增长率%)				
股本	262	262	262	262	营业总收入	22.55	24.56	23.24	20.75
资本公积	778	779	779	779	营业利润	10.35	33.38	27.16	25.02
留存收益	574	654	755	880	归属母公司净利润	20.02	28.18	26.58	24.60
归属母公司股东权益	1614	1695	1796	1921	获利能力(%)				
负债和股东权益	1809	1940	2106	2289	毛利率	13.38	13.21	13.35	13.44
					净利率	4.11	4.15	4.27	4.40
					ROE	5.95	7.27	8.68	10.11
					ROIC	4.84	6.36	7.49	8.63
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.59	12.56	14.74	16.16
					净负债比率(%)	-37.15	-32.82	-29.56	-27.38
					流动比率	8.83	7.34	6.25	5.71
					速动比率	5.73	4.46	3.59	3.13
					营运能力				
					总资产周转率	1.35	1.57	1.79	1.99
					应收账款周转率	44.57	47.23	45.12	45.44
					应付账款周转率	105.01	110.56	99.31	103.41
					每股指标(元)				
					每股收益	0.37	0.47	0.60	0.74
					每股经营现金	0.42	0.17	0.25	0.40
					每股净资产	6.16	6.47	6.85	7.33
					估值比率				
					P/E	31.05	33.16	26.20	21.02
					P/B	1.86	2.41	2.27	2.13
					EV/EBITDA	19.11	20.20	16.41	13.46

数据来源: wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		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，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com