

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

莱绅通灵 (603900. SH)

投资评级

上次评级

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

莱绅通灵 (603900. SH) 25H1 点评: 产品转型顺畅, 业绩扭亏为盈

2025 年 8 月 22 日

事件: 公司发布 25 中报, 25H1 收入 8.7 亿元, 同增 37%, 归母净利润 0.61 亿元, 扣非归母净利润 0.70 亿元, 同比均扭亏为盈。分季度, 25Q1/25Q2 收入 3.71/4.99 亿元, 同比+53%/+27%, 归母净利润 0.28/0.32 亿元, 扣非归母净利润 0.36/0.34 亿元。

点评:

产品转型顺畅, 黄金镶嵌表现亮眼。 25H1, 黄金品类收入实现突破性增长, 黄金销售占比 80%, 镶嵌黄金收入同增 200%, 镶嵌钻石饰品/传统黄金饰品/翡翠饰品/其他产品收入 4.79/3.22/0.24/0.40 亿元, 同比+68%/+11%/-14%/+46%。

线下直营、加盟渠道收入均实现较快增长, 打造千万级标杆门店规划稳步推进。 分渠道, 25H1 直营/加盟/线上收入分别为 5.73/0.98/1.95 亿元, 直营店单店效益稳步提升, 直营收入同增 47%, 加盟业务收入同比增长 109%, 线上业务在去年高基数情况下仍保持稳健体量。基于现有千万级门店年化表现, 公司全年规划 50 家千万级直营店及 15 家千万级加盟店, 目标达成基础稳固, 同时逐步将直营成功标杆模型精准复制到加盟门店, 带动加盟收入较快增长。

25Q2 毛利率同比提升、费用率改善。25Q1/25Q2 毛利率

40.98%/32.37%, 同比-0.27/+4.67pct; 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率 18.14%/3.49%/0.14%/0.18%, 同比-6.04/-3.33/+0.06/-0.16pct, 销售、管理费率亦分别较 25Q1 环比下降 5.79/1.93pct。25Q1/25Q2 归母净利润率分别为 7.63%/6.47%。我们预计 Q2 毛、净利率环比略降主要系电商大促低毛利克重产品占比提升影响。25H1 毛利率 36.04%, 同比提升 3.17pct, 费用率 24.3%, 同比下降 13.08pct。

盈利预测: 我们预计公司 2025-2027 年收入 16.8/21.3/26.0 亿元, 同增 37%/27%/22%, 归母净利润 0.82/1.38/2.04 亿元, 同增 145%/67%/49%, 对应 8 月 21 日收盘价 PE 44/26/18X。

风险因素: 产品推新不及预期, 金价剧烈波动, 渠道拓展不及预期, 电商竞争加剧影响线上收入及利润。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	733	1,222	1,680	2,131	2,600
增长率 YoY %	-19.7%	66.8%	37.4%	26.8%	22.0%
归属母公司净利润 (百万元)	-76	-184	82	138	204
增长率 YoY%	-99.2%	-141.9%	144.7%	67.1%	48.5%
毛利率%	54.2%	33.2%	37.4%	38.0%	38.8%
净资产收益率ROE%	-3.6%	-9.7%	4.2%	6.7%	9.4%
EPS(摊薄)(元)	-0.22	-0.54	0.24	0.40	0.60
市盈率 P/E(倍)	—	—	43.90	26.28	17.70
市净率 P/B(倍)	1.70	1.90	1.85	1.77	1.67

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 21 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,176	2,075	2,169	2,356	2,575	
货币资金	228	160	371	383	677	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	54	94	97	106	115	
预付账款	13	13	17	21	25	
存货	1,521	1,701	1,566	1,725	1,623	
其他	361	107	118	122	134	
非流动资产	226	209	204	195	184	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	42	36	33	27	17	
无形资产	13	11	7	4	2	
其他	171	163	164	165	166	
资产总计	2,403	2,284	2,373	2,552	2,759	
流动负债	241	339	381	469	558	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	66	50	52	45	
应付账款	58	50	44	44	35	
其他	183	223	286	373	477	
非流动负债	38	36	36	36	36	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	38	36	36	36	36	
负债合计	278	375	417	505	594	
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	0	
归属母公司 股东权益	2,125	1,910	1,958	2,047	2,166	
负债和股东 权益	2,403	2,284	2,373	2,552	2,759	

重要财务指标	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	733	1,222	1,680	2,131	2,600
同比 (%)	-19.7%	66.8%	37.4%	26.8%	22.0%
归属母公司净利润	-76	-184	82	138	204
同比	-99.2%	-	144.7%	67.1%	48.5%
毛利率 (%)	54.2%	33.2%	37.4%	38.0%	38.8%
ROE%	-3.6%	-9.7%	4.2%	6.7%	9.4%
EPS (摊薄)(元)	-0.22	-0.54	0.24	0.40	0.60
P/E	—	—	43.90	26.28	17.70
P/B	1.70	1.90	1.85	1.77	1.67
EV/EBITDA	-126.4	-19.70	20.54	14.24	9.37

利润表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	733	1,222	1,680	2,131	2,600
营业成本	336	817	1,052	1,320	1,591
营业税金及附加	25	47	64	81	99
销售费用	352	382	353	437	520
管理费用	104	109	97	111	122
研发费用	1	1	2	3	3
财务费用	-3	1	-2	-7	-7
减值损失合计	-21	-44	-5	-5	-5
投资净收益	3	1	1	1	1
其他	3	-10	-3	-3	-2
营业利润	-97	-189	107	179	266
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	-97	-189	107	179	266
所得税	-20	-4	25	41	61
净利润	-77	-185	83	138	205
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-76	-184	82	138	204
EBITDA	-17	-91	161	231	319
EPS (当年)(元)	-0.22	-0.53	0.24	0.40	0.60

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	-89	-208	222	25	335	
净利润	-77	-185	83	138	205	
折旧摊销	88	79	43	46	49	
财务费用	3	4	1	1	1	
投资损失	-3	-1	-1	-1	-1	
营运资金变动	-102	-155	88	-167	74	
其它	0	49	8	8	7	
投资活动现金流	0	236	-36	-35	-34	
资本支出	-13	-16	-29	-29	-28	
长期投资	10	250	-6	-6	-6	
其他	3	2	0	0	0	
筹资活动现金流	-52	-95	25	21	-6	
吸收投资	15	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	0	-36	-35	-49	-86	
现金流净增加额	-141	-68	212	12	294	



研究团队简介

范欣悦，商社首席分析师，CFA。曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

蔡昕妤，商社分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、社服板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的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。