

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

曼卡龙 (300945. SZ)

投资评级

上次评级

蔡昕妤 商社分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

曼卡龙 (300945. SZ) 25H1 点评: 业绩较快增长, 上市以来首次实施中期分红

2025 年 8 月 30 日

事件: 公司发布 25H1 业绩, 实现营收 15.56 亿元, 同比增长 26.79%; 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 35.18%; 扣非归母净利润 0.67 亿元, 同比增长 28.46%。

点评:

上市以来首次实施中期分红。25H1 公司拟每股派发现金红利 0.06 元 (含税), 现金分红总额 1572 万元, 系上市以来首次实施中期分红。

电商贡献主要增长。25H1 公司电商业务实现营收 8.68 亿元, 同比增长 30%, 占总营收的 55.83%, 占比同比提升 1.39pct。分平台来看, 快手渠道起量较快, 25H1 实现收入 3.94 亿元, 同比大幅增长 8274%; 淘系渠道实现收入 3.54 亿元, 同比下降 34.83%。25H1 电商渠道毛利率为 7.53%, 同比下降 0.35pct。

25H1 净开店 12 家, 新增的省外门店占比 78%, 省外地区营收实现较快增长。25H1 公司直营、专柜、加盟渠道分别实现收入 1.97 亿元、2.63 亿元、2.24 亿元, 同比分别增长 59.34%、14.87%、11.42%; 毛利率分别为 30.7%、25.2%、7.44%, 毛利率分别同比-1.64/+2.57/-1.04pct。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司终端门店覆盖浙江、江苏、安徽、湖北、陕西、北京等 18 省 3 市, 数量共计 247 家, 25H1 净增加门店 12 家, 其中直营店净增 5 家, 加盟店净增 7 家。25H1 新增的省外门店占比 78%, 省外地区营收同比增长 62.31%。公司采用“核心城市核心商圈开设直营店, 其他地方拓展加盟”的开店策略, 在省外加盟市场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, 下半年将加速推进加盟渠道业务布局。

净利率小幅改善, 毛利率总体持平, 费用率优化。25H1 公司销售毛利率为 13.52%, 同比提升 0.05pct。25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.70%/2.28%/0.06%/-0.13%, 同比分别-0.95/-0.23/+0.03/+0.46pct。25H1 归母净利率 4.93%, 同比提升 0.31pct。

盈利预测:我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.35/1.75/2.26 亿元, 同增 40.0%/30.0%/28.9%, 对应 8 月 29 日收盘价 PE 分别为 36/28/22X。

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

风险因素：产品推新不及预期；金价剧烈波动；拓店不及预期；消费需求疲软。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,923	2,357	3,039	3,748	4,534
增长率 YoY %	19.4%	22.6%	28.9%	23.3%	21.0%
归属母公司净利润 (百万元)	80	96	135	175	226
增长率 YoY%	47.5%	20.0%	40.0%	30.0%	28.9%
毛利率%	14.6%	13.4%	13.3%	13.3%	13.4%
净资产收益率ROE%	5.2%	6.0%	7.9%	9.6%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.37	0.51	0.67	0.86
市盈率 P/E(倍)	61.26	51.04	36.46	28.04	21.75
市净率 P/B(倍)	3.16	3.04	2.88	2.68	2.46

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 29 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	1,587	1,588	1,721	1,887	2,099
货币资金	943	720	740	816	939
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	53	53	57	56	57
预付账款	3	4	5	6	8
存货	519	532	622	695	763
其他	70	280	297	314	332
非流动资产	104	220	205	199	193
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	80	78	78	78	78
无形资产	1	0	0	0	0
其他	23	142	127	121	115
资产总计	1,691	1,809	1,927	2,087	2,292
流动负债	130	180	205	241	283
短期借款	50	95	105	120	140
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	22	17	22	27	33
其他	59	68	78	93	111
非流动负债	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	217	253	295
少数股东权益	2	3	4	4	6
归属母公司股东权益	1,551	1,614	1,706	1,830	1,991
负债和股东权益	1,691	1,809	1,927	2,087	2,292

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	1,923	2,357	3,039	3,748	4,534
同比 (%)	19.4%	22.6%	28.9%	23.3%	21.0%
归属母公司净利润	80	96	135	175	226
同比	47.5%	20.0%	40.0%	30.0%	28.9%
毛利率 (%)	14.6%	13.4%	13.3%	13.3%	13.4%
ROE%	5.2%	6.0%	7.9%	9.6%	11.3%
EPS (摊薄)(元)	0.31	0.37	0.51	0.67	0.86
P/E	61.26	51.04	36.46	28.04	21.75
P/B	3.16	3.04	2.88	2.68	2.46
EV/EBITDA	24.60	19.11	24.96	19.14	14.64

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,923	2,357	3,039	3,748	4,534
营业成本	1,642	2,042	2,635	3,248	3,926
营业税金及附加	12	15	19	24	29
销售费用	121	137	167	201	236
管理费用	66	68	81	94	107
研发费用	1	2	2	2	2
财务费用	-8	-11	-8	-8	-8
减值损失合计	-1	-7	-1	-1	-1
投资净收益	0	2	2	2	2
其他	15	14	17	21	26
营业利润	103	113	160	209	270
营业外收支	-6	3	3	3	3
利润总额	97	117	163	212	273
所得税	17	20	28	36	46
净利润	80	97	135	176	227
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	80	96	135	175	226
EBITDA	115	126	172	221	282
EPS (当年)(元)	0.35	0.37	0.51	0.67	0.86

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	51	111	70	137	193
净利润	80	97	135	176	227
折旧摊销	20	25	17	17	17
财务费用	0	-3	3	3	4
投资损失	0	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-51	-13	-83	-57	-52
其它	2	6	0	0	0
投资活动现金流	-23	-494	-12	-21	-20
资本支出	-7	-9	-5	-5	-5
长期投资	-17	-220	-15	-15	-15
其他	1	-265	8	-1	-1
筹资活动现金流	699	-9	-39	-41	-49
吸收投资	686	0	1	0	0
借款	50	45	10	15	20
支付利息或股息	-22	-34	-48	-56	-69
现金流净增加额	727	-392	20	76	123



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。