

25Q2 归母净利同比+37%，H1 省外门店收入同比+62%

曼卡龙(300945)

评级:	增持	股票代码:	300945
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	30.12/7.64
目标价格:		总市值(亿)	49.06
最新收盘价:	18.72	自由流通市值(亿)	44.63
		自由流通股数(百万)	238.40

事件概述:

25H1, 公司实现营收 15.56 亿元, 同比+26.79%, 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比+35.18%

25Q2, 公司实现营收 8.41 亿元, 同比+15.73%, 实现归母净利润 0.34 亿元, 同比+37.36%。

公司发布中期分红预案, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.6 元(含税), 现金分红总额预计达 1572 万元。

分析判断:

► 深化东方时尚形象, 线上与线下全渠道协同发展

线上渠道: 线上赋能线下, 实现全渠道协同发展。25H1, 公司电商收入 8.68 亿元, 同比+30%, 占总营收比例为 55.8%, 同比+1.4 pct, 通过与多渠道的深度合作, 全面提升线上销售规模, 公司在淘系等传统货架电商平台的基础上, 积极布局以快手为代表的兴趣电商平台, 驱动电商收入体量稳健增长, 分平台看, 25H1, 快手收入 3.94 亿元, 占电商收入的 45%, 淘系收入 3.54 亿元, 占电商收入的 41%, 京东及其他渠道在电商收入中的占比分别为 5%与 9%。

线下渠道: 坚持“省内调结构, 省外扩规模”策略, 线下门店运营能力提升, 省外门店拓展顺利。公司重点提升线下门店运营能力, 提高单店效益, 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, 根据公司 8 月 29 日投关活动记录表, 省内市场通过优化产品与渠道结构, 线下毛利率提升 1.12 pct, 收入同比+12.1%, 省外市场扩张明显提速, 通过线上与线下相结合的销售模式拓展新区域市场, 省外地区营收同比+62.3%, 收入占比提升。分渠道看, 25H1, 自营店收入 1.97 亿元, 同比+59.34%, 专柜收入 2.63 亿元, 同比+14.87%, 加盟收入 2.24 亿元, 同比+11.42%。从区域看, 25H1, 公司积极拓展华东、华中市场, 新增省外门店占比 78%; 截至 25H1 末, 公司终端门店覆盖浙江、江苏、安徽、天津、山西、陕西、湖北、北京等区域, 门店数量总计 247 家, 其中 25H1 新增门店 23 家, 关闭门店 11 家, 净增加门店 12 家, 其中, 直营店净增加 5 家、加盟店净增加 7 家, 预计下半年进入加盟开店旺季, 开店数量、销售及利润增速均有望优于上半年的表现, 推动加盟商全国化发展, 依托全国市场资源进一步拓展加盟业务。

► 毛利率同比上行, 控费能力显著优化, 盈利能力稳中向好

毛利率端: 25H1, 公司毛利率为 13.52%, 同比+0.05 pct, 分渠道看, 直营店毛利率为 30.70%, 同比-1.64 pct, 专柜毛利率为 25.20%, 同比+2.57 pct, 加盟毛利率为 7.44%, 同比-1.04 pct, 电商毛利率为 7.53%, 同比-0.35 pct; 25Q2, 公司毛利率为 11.60%, 同比+0.68 pct, 盈利能力改善明显。

费用率端: 25H1, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 4.70%、2.28%、0.06%、-0.13%, 分别同比-0.95、-0.23、+0.03、+0.46 pct; 25Q2, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 3.94%、2.34%、0.05%、-0.14%, 分别同比-1.18、+0.05、+0.02、+0.27 pct。

归母净利率端: 基于毛利率与费用率情况, 25H1, 公司归母净利率为 4.93%, 同比+0.31 pct; 25Q2, 归母净利率为 4.00%, 同比+0.63 pct。

► 精准品牌与产品定位, 全渠道协同发展, 品牌力不断深化, 未来增长可期

产品端：持续深耕珠宝饰品垂类赛道，打造以年轻审美为标识的东方时尚品牌。核心产品系列包括风华系列、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、蔚蓝系列等，联动消费者/KOL 全链路参与研发，全年研发超千款，覆盖主品牌及品牌矩阵，构筑设计护城河。

渠道端：线上赋能线下，实现全渠道协同发展。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；公司拓展省外加盟市场，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，聚焦省外门店增长，通过产品结构的优化、运营精细化管理和门店优化；全门店接入公司中台系统，通过加盟商 BI 报表，实时监控核心经营指标。凭借品牌优势、质量优势与渠道优势，有望不断提高产品的市场份额，实现曼卡龙品牌的全国性扩张。

营销端：“经典国潮+轻奢时尚”双线驱动，品牌影响力不断深化。与德寿宫达成合作，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，基于黄金中药养生系列热销，与百年国药品牌方回春堂携手打造中药养生联名系列，通过线下商场及文创场馆快闪活动等场景化营销手段，强化公司在细分赛道的竞争优势；于 25 年 7 月份再度联手二次元 IP《盗墓笔记》，引领“黄金谷子”新兴消费风潮，公司以“黄金谷子”经济为代表的新消费形态为契机，将国风美学与 Z 世代文化深度融合，通过创新打造兼具东方文化内涵与轻奢时尚表达的黄金产品，推动公司品牌从区域向全国市场的认知突破，并以数字化管理为载体，延续稳定高增趋势；紧密把握年轻消费市场动向，创新推出“黄腾达”“人生 Bee 不可少”以及“萌宠系列”等产品线，深化了品牌年轻化、场景化的战略定位，推出多维度产品系列矩阵，持续提升用户黏性与市场影响力。

投资建议

结合最新财报，我们调整公司盈利预测，预计公司 25-27 年营业收入分别为 30.7/39.2/48.7 亿元，（25-27 年前值为 29.8/36.9/44.8 亿元），归母净利润为 1.35/1.78/2.25 亿元（25-27 年前值为 1.31/1.62/1.92 亿元），相应 EPS 分别为 0.51/0.68/0.86 元（25-27 年前值为 0.50/0.62/0.73 元），2025 年 8 月 29 日收盘价 18.72 元对应 PE 分别为 36/28/22 倍，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧、渠道拓展不及预期、产品推广不及预期、金价大幅波动等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,923	2,357	3,072	3,917	4,871
YoY (%)	19.4%	22.6%	30.3%	27.5%	24.4%
归母净利润(百万元)	80	96	135	178	225
YoY (%)	47.5%	20.0%	40.1%	32.4%	26.1%
毛利率 (%)	14.6%	13.4%	13.5%	13.6%	13.6%
每股收益 (元)	0.35	0.37	0.51	0.68	0.86
ROE	5.2%	6.0%	7.8%	9.4%	10.8%
市盈率	53.49	50.59	36.42	27.51	21.82

资料来源：wind，华西证券研究所；（注：收盘价为 2025 年 8 月 29 日）

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：褚菁菁

邮箱：chujj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,357	3,072	3,917	4,871	净利润	97	136	180	227
YoY (%)	22.6%	30.3%	27.5%	24.4%	折旧和摊销	25	27	21	13
营业成本	2,042	2,658	3,383	4,208	营运资金变动	-13	-166	-155	-199
营业税金及附加	15	20	25	31	经营活动现金流	111	-1	47	42
销售费用	137	166	208	258	资本开支	-9	-7	-7	-7
管理费用	68	83	102	122	投资	-220	-25	-25	-25
财务费用	-11	-4	-3	-3	投资活动现金流	-494	-25	-33	-33
研发费用	2	2	3	3	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-7	-1	-1	-1	债务募资	45	15	-2	-2
投资收益	2	2	2	2	筹资活动现金流	-9	-5	-27	-32
营业利润	113	161	214	270	现金净流量	-392	-31	-13	-23
营业外收支	3	3	3	3					
利润总额	117	163	216	273	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	20	28	37	46	成长能力				
净利润	97	136	180	227	营业收入增长率	22.6%	30.3%	27.5%	24.4%
归属于母公司净利润	96	135	178	225	净利润增长率	20.0%	40.1%	32.4%	26.1%
YoY (%)	20.0%	40.1%	32.4%	26.1%	盈利能力				
每股收益	0.37	0.51	0.68	0.86	毛利率	13.4%	13.5%	13.6%	13.6%
					净利率	4.1%	4.4%	4.6%	4.6%
					总资产收益率 ROA	5.5%	7.2%	8.8%	10.1%
					净资产收益率 ROE	6.0%	7.8%	9.4%	10.8%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	720	689	676	653	流动比率	8.83	8.32	8.47	8.70
预付款项	4	5	6	7	速动比率	5.73	4.92	4.67	4.40
存货	532	694	845	1,039	现金比率	4.00	3.26	2.95	2.63
其他流动资产	333	373	417	463	资产负债率	10.6%	11.3%	11.1%	10.8%
流动资产合计	1,588	1,761	1,944	2,162	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.35	1.63	1.91	2.17
固定资产	78	77	77	75	每股指标 (元)				
无形资产	0	0	0	0	每股收益	0.37	0.51	0.68	0.86
非流动资产合计	220	198	190	189	每股净资产	6.16	6.61	7.22	7.97
资产合计	1,809	1,958	2,133	2,351	每股经营现金流	0.42	-0.01	0.18	0.16
短期借款	95	115	115	115	每股股利	0.14	0.06	0.08	0.10
应付账款及票据	17	22	28	35	估值分析				
其他流动负债	68	74	86	99	PE	50.59	36.42	27.51	21.82
流动负债合计	180	212	229	249	PB	1.86	2.83	2.59	2.35
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	12	10	8	6					
非流动负债合计	12	10	8	6					
负债合计	192	221	237	254					
股本	262	262	262	262					
少数股东权益	3	4	5	7					
股东权益合计	1,617	1,737	1,896	2,097					
负债和股东权益合计	1,809	1,958	2,133	2,351					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。