

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

曼卡龙(300945)

投资评级

上次评级

范欣悦 商社行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

陆亚宁 商社行业分析师

执业编号: S1500525030003

邮箱: luyaning@cindasc.com

相关研究

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

曼卡龙(300945.SZ) 2024&25Q1 点评: 业绩超预期, 产品差异化优势驱动品牌势能增长

曼卡龙(300945.SZ) 24H1 点评: 电商延续亮眼增长, 线下渠道从区域向全国拓展

曼卡龙: 业绩延续高增, 线上渠道表现亮眼

2025 年 11 月 02 日

事件: 公司发布 2025 年三季度报告。25Q1-Q3 公司实现营业收入 21.64 亿元 (yoy+29.30%), 归母净利润 1.02 亿元 (yoy+32.58%), 扣非归母净利润 8,971.03 万元 (yoy+26.47%)。单 Q3 营收 6.08 亿元 (yoy+36.22%), 归母净利润 0.25 亿元 (yoy+25.33%), 扣非归母净利润 0.22 亿元 (yoy+20.83%)。

点评:

- **收入端延续高增, 线上业务为核心增长引擎。** 25Q1-Q3 公司业绩保持高速增长, 营收及利润增速均在 30% 左右。分渠道看, 线上业务表现尤为突出, 前三季度实现收入 11.90 亿元 (yoy+39.34%), 收入占比已达 54.99%, 成为驱动公司增长的核心引擎。公司线上策略正从早期的流量导向转为更注重盈利质量的品牌和产品导向, 其中天猫平台已进入利润提升阶段, 而抖音等直播平台仍处于规模扩张期。线下业务实现收入 9.74 亿元 (yoy+20.25%), 增长稳健。
- **渠道扩张更重质量, 产品与品牌矩阵持续深化。** 公司持续推进全国化布局, 但开店节奏有所调整, 更加注重扩张中门店质量和盈利能力。产品端, 公司产品研发体系化, 已形成“质感的轻奢线”、“时尚新锐线”和“非遗花丝线”三条清晰主线。为提升线下客单价, 公司推出“新奢线”高客单产品, 初步试销反馈积极, 有望成为新增长点。品牌端, 公司通过与“盗墓笔记”等二次元 IP 的长期深度合作, 精准触达年轻客群; 同时明确了发展多品牌矩阵和成为数字化珠宝公司的长期战略方向, 成长路径更为清晰。
- **费用管控成效显著, 经营性现金流短期承压。** 25Q1-Q3 公司在规模效应和精细化管理下, 费用管控成效显著。销售费用率同比下降 1.02pct 至 5.06%, 管理费用率同比下降 0.19pct 至 2.50%。受益于此, 公司归母净利率同比稳中有升。现金流方面, 前三季度经营活动产生的现金流量净额为 4308.07 万元, 同比下降 28.47%, 主要系公司为应对销售旺季及渠道扩张, 增加了存货储备所致。
- **盈利预测与投资评级:** 公司 25Q3 业绩延续高增态势, 线上渠道表现强劲, 产品与品牌的差异化战略成效显著。公司通过 IP 联名、产品创新和数字化运营, 精准卡位年轻消费群体, 品牌势能持续提升。未来看点在于新奢线等高客单价产品的放量、多品牌战略的落地以及全国化渠道的稳步推进。我们预测 25~27 年公司归母净利润分别为 1.3/1.6/2.1 亿元, 当前股价对应 PE 估值为 37.4x/28.9x/23.2x。
- **风险提示:** 金价大幅波动风险, 行业竞争加剧, 门店扩张速度不及预期, 终端消费复苏不及预期。

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

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	127	164	205
增长率 YoY%	47.5%	20.0%	32.3%	29.3%	24.8%
毛利率%	14.6%	13.4%	13.0%	13.0%	12.9%
净资产收益率ROE%	5.2%	6.0%	7.5%	9.1%	10.5%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.37	0.49	0.63	0.78
市盈率 P/E(倍)	59.33	49.43	37.36	28.89	23.15
市净率 P/B(倍)	3.06	2.94	2.80	2.62	2.43

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 31 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	1,754	1,910	2,101
货币资金	943	720	771	835	936
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	7	8
存货	519	532	624	697	768
其他	70	280	297	314	332
非流动资产	104	220	206	200	194
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	80	78	78	78	78
无形资产	1	0	0	0	0
其他	23	142	128	122	116
资产总计	1,691	1,809	1,960	2,110	2,295
流动负债	130	180	245	281	324
短期借款	50	95	140	155	175
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	22	17	22	27	33
其他	59	68	83	99	116
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	258	293	337
少数股东权益	2	3	3	4	5
归属母公司股东权益	1,551	1,614	1,699	1,812	1,953
负债和股东权益	1,691	1,809	1,960	2,110	2,295
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	127	164	205
同比	47.5%	20.0%	32.3%	29.3%	24.8%
毛利率(%)	14.6%	13.4%	13.0%	13.0%	12.9%
ROE%	5.2%	6.0%	7.5%	9.1%	10.5%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.37	0.49	0.63	0.78
P/E	59.33	49.43	37.36	28.89	23.15
P/B	3.06	2.94	2.80	2.62	2.43
EV/EBITDA	24.60	19.11	25.36	19.60	15.56

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	2,643	3,260	3,950
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	-7	-7	-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	151	196	246
营业外收支	-6	3	3	3	3
利润总额	97	117	154	199	249
所得税	17	20	26	34	42
净利润	80	97	128	165	206
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	80	96	127	164	205
EBITDA	115	126	164	209	258
EPS(当年)(元)	0.35	0.37	0.49	0.63	0.78

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	61	127	172
净利润	80	97	128	165	206
折旧摊销	20	25	17	17	17
财务费用	0	-3	4	4	5
投资损失	0	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-51	-13	-85	-57	-54
其它	2	6	-1	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	1	-42	-50
吸收投资	686	0	1	0	0
借款	50	45	45	15	20
支付利息或股息	-22	-34	-48	-57	-70
现金流净增加额	727	-392	50	65	101



研究团队简介

范欣悦，商社行业首席分析师，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、2023年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。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。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备4年以上新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究所，主要覆盖零售、母婴、电商等赛道。

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。