

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

菜百股份(605599)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

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

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

菜百股份(605599.SH) 2023H1 点评: 全渠道增长亮眼, 直营模式充分受益终端高景气

2023年08月30日

事件: 公司发布 23H1 业绩, 实现营收 83.6 亿元, 同增 57%, 归母净利 4.12 亿元, 同增 66%, 扣非归母净利 3.86 亿元, 同增 79%。23Q2 实现营收 33.08 亿元, 同增 78%, 归母净利 1.78 亿元, 同增 158%, 扣非归母净利 1.72 亿元, 同增 306%。23Q2 增速较快除去终端高景气度之外, 也有去年同期疫情影响客观因素造成的低基数。

点评:

黄金首饰、金条、贵金属文化产品及钻翠珠宝各品类均取得良好增长。分业务, 23Q2 黄金珠宝零售/联营佣金分别实现营收 32.7/0.4 亿元, 同比增长 78%/75%。

华北贡献主要营收, 陕西、江苏等省份低基数高增长, 线上表现亦亮眼。公司立足以北京为核心的华北区域, 23Q2 华北区域营收为 26.5 亿元, 同增 59%, 占主营业务收入的 80.15%, 其中北京总店贡献较大。华北以外地区 23H1 收入同比增长 210%, 公司已在河北省、天津市、陕西省、内蒙古自治区及江苏省开设直营连锁门店, 扩大销售区域。今年以来公司发力直播电商, 并利用“618”等节点做大线上销售, 23H1 电商子公司销售同比增长 109.43%, 已超 2022 年全年水平。

直营拓店稳步推进, 我们预计下半年开店有望提速。23Q2 公司在北京/天津/河北分别新开店 1/1/2 家, 无闭店, 合计净开店 4 家。截至 2023.6.30, 公司在华北地区门店数量为 67 家, 其中北京市门店 52 家(含总店)、华北其他地区门店 15 家; 华北以外地区门店数量为 7 家。

23H1 归母净利率 4.93%, 同比提升 0.27PCT。23H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 2.59%/0.59%/0.04%, 分别同比下降 0.67/0.3/0.03PCT, 我们预计主要因为公司全直营模式下, 终端销售规模增长摊薄费用。23H1 综合毛利率 11.49%, 同比下降 0.34PCT, 我们预计主要因为上半年低毛利的投资金条销售较好, 且相比较而言黄金类产品收入增长比高毛利的钻翠珠宝类更好。

盈利预测: 公司为华北黄金珠宝龙头, 近年来拓展京外市场在西安取得初步成功再次印证强品牌力。我们认为公司通过加密华北区域门店数量, 拓展陕西、江苏等市场有望持续贡献业绩增长, 预计 2023-2025 年归母净利 7.60/8.85/10.13 亿元, 同增 65%/17%/14%, EPS 分别为 0.98/1.14/1.30 元, 对应 PE 14/12/11X。

风险因素: 金价剧烈波动, 拓店不及预期, 电商盈利能力不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,406	10,990	16,165	19,654	22,498
增长率 YoY %	47.2%	5.6%	47.1%	21.6%	14.5%
归属母公司净利润 (百万元)	364	460	760	885	1,013
增长率 YoY%	0.5%	26.6%	65.2%	16.5%	14.4%
毛利率%	11.3%	11.2%	11.7%	11.3%	11.2%
净资产收益率ROE%	11.3%	13.5%	20.0%	20.7%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.59	0.98	1.14	1.30
市盈率 P/E(倍)	29.38	23.21	14.05	12.06	10.54
市净率 P/B(倍)	3.33	3.13	2.81	2.50	2.22

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,909	5,154	5,925	6,572	7,291	
货币资金	1,187	1,563	1,769	2,314	2,412	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	178	253	421	376	536	
预付账款	10	0	0	0	0	
存货	2,740	2,716	3,075	3,221	3,659	
其他	793	621	660	661	684	
非流动资产	334	329	316	302	286	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	168	158	164	167	169	
无形资产	9	23	25	27	29	
其他	157	148	128	108	88	
资产总计	5,243	5,483	6,241	6,874	7,577	
流动负债	1,937	2,008	2,321	2,469	2,627	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	118	68	170	169	208	
其他	1,819	1,939	2,151	2,299	2,419	
非流动负债	86	65	115	125	130	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	86	65	115	125	130	
负债合计	2,022	2,073	2,436	2,594	2,757	
少数股东权益	12	2	4	5	6	
归属母公司净利润	3,208	3,407	3,802	4,275	4,813	
负债和股东权益	5,243	5,483	6,241	6,874	7,577	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,406	10,990	16,165	19,654	22,498	
同比 (%)	47.2%	5.6%	47.1%	21.6%	14.5%	
归属母公司净利润	364	460	760	885	1,013	
同比	0.5%	26.6%	65.2%	16.5%	14.4%	
毛利率 (%)	11.3%	11.2%	11.7%	11.3%	11.2%	
ROE%	11.3%	13.5%	20.0%	20.7%	21.0%	
EPS (摊薄)(元)	0.47	0.59	0.98	1.14	1.30	
P/E	29.38	23.21	14.05	12.06	10.54	
P/B	3.33	3.13	2.81	2.50	2.22	
EV/EBITDA	15.42	9.66	8.98	7.28	6.36	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,40	10,990	16,165	19,654	22,498	
营业成本	9,226	9,757	14,280	17,435	19,975	
营业税金及附加	211	197	294	358	409	
销售费用	315	351	501	580	652	
管理费用	98	100	147	179	205	
研发费用	9	10	13	16	18	
财务费用	38	18	2	10	7	
减值损失合	-2	-6	0	0	0	
投资净收益	-5	54	81	98	112	
其他	-1	12	10	12	13	
营业利润	501	617	1,018	1,187	1,357	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	501	617	1,018	1,187	1,357	
所得税	137	156	257	300	343	
净利润	364	461	761	887	1,014	
少数股东损	0	1	1	1	2	
归属母公司净利润	364	460	760	885	1,013	
EBITDA	608	664	1,005	1,166	1,321	
EPS (当年)(元)	0.50	0.59	0.98	1.14	1.30	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-404	607	511	930	538	
净利润	364	461	761	887	1,014	
折旧摊销	72	83	66	68	69	
财务费用	20	16	18	28	31	
投资损失	-12	-14	-81	-98	-112	
营运资金变动	-855	61	-253	46	-463	
其它	8	0	0	0	0	
投资活动现金流	184	73	28	45	59	
资本支出	-37	-48	-40	-40	-40	
长期投资	184	-10	-13	-13	-13	
其他	37	131	81	98	112	
筹资活动现金流	671	-352	-333	-430	-500	
吸收投资	742	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	0	-280	-383	-440	-505	
现金流净增加额	450	327	205	545	98	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。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月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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。