

2023年09月02日

菜百股份 (605599.SH)

公司快报

Q2 业绩表现较好，黄金品类延续高景气

事件：公司发布 2023 年半年报。根据公告，23H1 公司实现营业收入 83.61 亿元，同比增长 56.85%，实现归母净利润 4.12 亿元，同比增长 65.81%，实现扣非后归母净利润 3.86 亿元，同比增长 79.36%；单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 33.08 亿元，同比增长 77.80%，实现归母净利润 1.78 亿元，同比增长 157.71%，实现扣非归母净利润 1.72 亿元，同比增长 306.29%。

投资要点

◆ **黄金饰品增速明显，推动营收规模稳步增长。**根据公告，23H1/Q2 公司实现营业收入 83.61/33.08 亿元，分别同比增长 56.85%/77.80%，营收增速较快主要系 1) 疫情积压的消费需求得到释放，带动消费者购买黄金珠宝产品意愿增强；2) 金价震荡上行，进一步激发黄金产品消费活力，带动公司整体销售情况向好；3) 公司积极拓展营销网络，门店数量较同期增长，实现销售增量。分业务来看，23Q2 黄金珠宝零售/联营佣金分别实现营收 32.66/0.39 亿元，同比增长 77.77%/75.46%。分产品来看，1) 黄金饰品销售收入同比增长 73.35%，主要系公司加大采用高毛利、高销量的 5G、5D 工艺的精品饰品和引进古法金产品，以及积压的婚庆需求得到释放，推动业绩增长；2) 贵金属投资产品销售收入同比增长 52.68%，主要系金价上行背景下，销售增速提升；3) 贵金属文化产品销售收入同比增长 27.90%；4) 钻石珠宝销售收入同比增长 9.33%，主要系珍珠品类产品以及小轻奢镶嵌产品的市场热度有所提升。

◆ **线下拓店加密京津冀布局，线上渠道实现销售规模突破。**分渠道看，1) 上半年公司新开设 4 家门店，其中北京 1 家、河北及天津 3 家。截至上半年，公司共拥有 74 家直营连锁门店，且拟于 Q3 在北京新增 2 家直营门店，进一步加密核心圈；2) 公司线上渠道电商实现营收 15.3 亿元，同比增长 109.43%，达到销售规模突破，其中，天猫、京东、菜百首饰官方自营商城销售规模逐年增长，抖音、拼多多等新平台业务和天猫超市新渠道形成销售增量。电商营收增速较快主要系公司通过渠道精细化运营、开展达人直播和自播带货、平台方大促活动等，增强粉丝粘性及提升销量。

◆ **Q2 盈利能力提升，费用端管控较好。**23H1/Q2 公司毛利率为 11.49%/11.65%，同比-0.33pct/+1.36pct，Q2 环比提升 0.27pct。费用端，23H1/Q2 整体费用率为 3.45%/2.97%，同比下降 0.93pct/2.28pct，其中，公司 Q2 销售费用率为 2.31%，同比下降 1.84pct；管理费用率为 0.43%，同比下降 0.45pct；研发费用率为 0.02%，同比下降 0.1pct；财务费用率为 0.21%，同比提升 0.11pct，主要系销售增长导致刷卡手续费增加及黄金租赁手续费增长所致。净利润端，23H1/23Q2 公司净利率为 4.96%/5.4%，同比提升 0.29pct/1.75pct，Q2 环比提升 0.73pct。

◆ **投资建议：**考虑到公司线下加快开店步伐，在聚焦现有区域布局的同时，通过直营连锁开店模式持续加密华北重点城市、商圈布局，线上渠道加大新平台、新渠道拓展，有望成为新增增长点。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 163.62/188.45/209.24 亿元，同比增长 48.9%/15.2%/11.0%，归母净利润 7.33/8.46/9.34 亿元，

商贸零售 | 珠宝首饰及钟表III

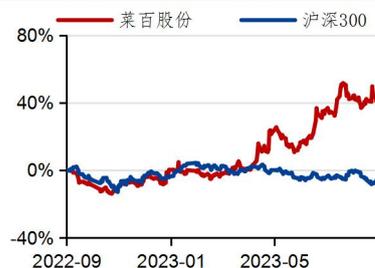
 投资评级 **增持-B(首次)**

 股价(2023-09-01) **13.19 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,258.89
流通市值 (百万元)	7,738.28
总股本 (百万股)	777.78
流通股本 (百万股)	586.68
12 个月价格区间	14.52/8.83

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.42	16.45	41.76
绝对收益	-5.58	16.05	35.52

分析师

吴东炬

 SAC 执业证书编号：S0910523070002
 wudongju@huajinsec.com

相关报告



同比增长 59.4%/15.4%/10.4%，对应 EPS 分别为 0.94/1.09/1.20 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**行业竞争加剧；拓店不及预期；金价波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,406	10,990	16,362	18,845	20,924
YoY(%)	47.2	5.6	48.9	15.2	11.0
净利润(百万元)	364	460	733	846	934
YoY(%)	0.6	26.4	59.4	15.4	10.4
毛利率(%)	11.34	11.22	11.10	11.05	11.04
EPS(摊薄/元)	0.47	0.59	0.94	1.09	1.20
ROE(%)	11.3	13.5	19.4	19.0	18.0
P/E(倍)	28.2	22.3	14.0	12.1	11.0
P/B(倍)	3.2	3.0	2.7	2.3	2.0
净利率(%)	3.5	4.2	4.5	4.5	4.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 贵金属投资产品：黄金类产品具备投资属性，在金价上行期间，消费者对于贵金属投资产品需求较大。考虑到消费逐步复苏，以及金价趋势向上，我们预计公司贵金属投资产品销量及客单价有望增长。同时，2022年受疫情影响导致基数较低，我们预计2023-2025年贵金属投资产品营收增速分别为50%、15%、10%，毛利率分别为3.1%、3.1%、3.1%。
- (2) 黄金饰品：黄金饰品受益于悦己性、礼品性需求的渗透率提升、消费人群呈现年轻化趋势以及刚性婚庆需求的恢复，叠加金价趋势向上，我们预计公司黄金饰品销量及客单价有望逐步上升。同时，公司加大采用5G、5D工艺的精品饰品和引进古法金产品，来满足消费者对设计感和时尚化偏好。考虑到2022年疫情因素影响，我们预计2023-2025年黄金饰品营收增速分别为55%、16%、13%，毛利率分别为18.5%、18.6%、18.6%。
- (3) 贵金属文化产品：受益于消费逐步复苏，以及贵金属文化产品逐渐精致化、精细化，我们预计公司贵金属文化产品销量有望逐步上升。我们预计2023-2025年公司贵金属文化产品营收增速分别为30%、15%、10%，毛利率分别为12.5%、12.4%、12.0%。
- (4) 钻翠珠宝饰品：伴随消费逐步复苏，镶嵌类产品销量有望恢复。同时，公司持续推陈出新，其中珍珠类产品以及小轻奢类镶嵌产品受消费者喜爱。我们预计2023-2025年钻翠珠宝饰品营收增速分别为10%、8%、5%，毛利率分别为42.81%、42.51%、42.21%。
- (5) 联营销售佣金：考虑到2022年疫情因素影响，我们预计2023-2025年联营销售佣金业务营收增速分别为15%、5%、5%，毛利率分别为95%、95%、95%。

表 1：公司业务拆分（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
黄金珠宝零售					
收入	10,194.97	10,849.95	15,887.78	18,038.07	20,023.26
YOY	47.87%	6.42%	49.32%	15.28%	11.09%
贵金属投资产品					
收入	4,598.53	5,702.36	8553.54	9836.57	10820.23
YOY	37.37%	24.00%	50%	15%	10%
毛利率(%)	1.27%	2.80%	3.10%	3.10%	3.10%
黄金饰品					
收入	4,320.91	3,996.43	6194.47	7185.58	8119.71
YOY	64.82%	-7.51%	55%	16%	13%
毛利率(%)	16.54%	18.29%	18.50%	18.60%	18.60%
贵金属文化产品					

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	1,046.96	936.84	1217.89	1400.58	1540.63
YOY	31.49%	-10.52%	30%	15%	10%
毛利率(%)	12.12%	12.69%	12.5%	12.4%	12.0%
钻翠珠宝饰品					
收入	228.57	214.32	235.75	254.61	267.34
YOY		-6.23%	10%	8%	5%
毛利率(%)	33.55%	43.11%	42.81%	42.51%	42.21%
联营销售佣金					
收入	201.08	130.73	150.34	157.86	165.75
YOY	27.69%	-34.99%	15%	5%	5%
毛利率(%)	96.46%	93.63%	95.00%	95.00%	95.00%
其他业务					
收入	9.68	9.20	9.66	10.14	10.65
YOY	-38.07%	-4.96%	5%	5%	5%
总营业收入	10,405.73	10,989.88	16,361.65	18,845.34	20,924.31
YOY	47.23%	5.61%	48.88%	15.18%	11.03%
毛利率	11.34%	11.22%	11.10%	11.05%	11.04%

资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司为黄金珠宝专业经营公司, 主要产品涵盖黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品和钻翠珠宝饰品等在内的全品类、多款式的黄金珠宝商品。为便于对比分析, 我们选取业务内容相似的上市公司老凤祥(主要业务涵盖黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营与销售)、周大生(主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰等)、中国黄金(主要产品包括黄金产品、K金珠宝类产品等)作为可比公司, 进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600612.SH	老凤祥	330	17.00	21.48	24.99	28.67	15.46	13.29	11.58
002867.SZ	周大生	188	10.91	13.82	16.33	18.95	13.48	11.41	9.83
600916.SH	中国黄金	187	7.65	10.39	12.50	14.56	18.03	14.98	12.87
	平均	-	11.85	15.23	17.94	20.73	15.66	13.23	11.43
605599.SH	菜百股份	103	4.60	7.33	8.46	9.34	14.0	12.1	11.0

资料来源: Wind, 华金证券研究所(可比公司数据来自wind一致预期, 截至日期2023年9月1日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4909	5154	6024	6418	7659	营业收入	10406	10990	16362	18845	20924
现金	1187	1563	2073	2207	2935	营业成本	9226	9757	14546	16763	18614
应收票据及应收账款	178	253	389	350	471	营业税金及附加	211	197	323	360	403
预付账款	10	0	15	2	17	营业费用	315	351	376	452	502
存货	2740	2716	2878	3217	3551	管理费用	98	100	123	132	146
其他流动资产	793	621	668	641	685	研发费用	9	10	10	15	13
非流动资产	313	329	318	308	290	财务费用	38	18	27	21	27
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-19	-1	-2	-2	-2
固定资产	168	158	156	155	142	公允价值变动收益	7	-0	5	5	4
无形资产	9	23	22	21	21	投资净收益	-5	54	16	20	21
其他非流动资产	136	148	140	131	127	营业利润	501	617	982	1133	1249
资产总计	5222	5483	6341	6726	7948	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	1937	2008	2488	2182	2667	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	501	617	982	1133	1249
应付票据及应付账款	118	68	209	111	245	所得税	136	156	245	283	312
其他流动负债	1819	1939	2279	2071	2422	税后利润	364	461	736	850	937
非流动负债	64	65	65	65	65	少数股东损益	0	1	3	4	3
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	364	460	733	846	934
其他非流动负债	64	65	65	65	65	EBITDA	500	608	953	1097	1192
负债合计	2001	2073	2553	2247	2732						
少数股东权益	12	2	6	9	12	主要财务比率					
股本	778	778	778	778	778	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	832	832	832	832	832	成长能力					
留存收益	1560	1739	2191	2630	3001	营业收入(%)	47.2	5.6	48.9	15.2	11.0
归属母公司股东权益	3209	3407	3783	4470	5205	营业利润(%)	1.3	23.2	59.3	15.4	10.3
负债和股东权益	5222	5483	6341	6726	7948	归属于母公司净利润(%)	0.6	26.4	59.4	15.4	10.4
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	11.3	11.2	11.1	11.1	11.0
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	3.5	4.2	4.5	4.5	4.5
经营活动现金流	-404	607	928	308	930	ROE(%)	11.3	13.5	19.4	19.0	18.0
净利润	364	461	736	850	937	ROIC(%)	10.3	12.3	18.3	17.8	16.8
折旧摊销	35	38	26	28	20	偿债能力					
财务费用	38	18	27	21	27	资产负债率(%)	38.3	37.8	40.3	33.4	34.4
投资损失	5	-54	-16	-20	-21	流动比率	2.5	2.6	2.4	2.9	2.9
营运资金变动	-836	36	160	-566	-28	速动比率	0.9	1.1	1.1	1.3	1.4
其他经营现金流	-10	107	-5	-5	-4	营运能力					
投资活动现金流	184	73	6	7	24	总资产周转率	2.3	2.1	2.8	2.9	2.9
筹资活动现金流	671	-352	-425	-180	-227	应收账款周转率	67.8	51.0	51.0	51.0	51.0
						应付账款周转率	86.9	104.7	104.7	104.7	104.7
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.59	0.94	1.09	1.20	P/E	28.2	22.3	14.0	12.1	11.0
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.52	0.78	1.19	0.40	1.20	P/B	3.2	3.0	2.7	2.3	2.0
每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.38	4.86	5.75	6.69	EV/EBITDA	17.5	13.9	8.3	7.1	5.9

资料来源:聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn