

菜百股份 (605599)

京城黄金产品老字号，全直营模式下业绩高弹性

买入 (首次)

2023年09月17日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书: S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	10,990	16,279	19,100	21,486
同比	6%	48%	17%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	460	751	851	984
同比	27%	63%	13%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.59	0.97	1.09	1.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.75	14.55	12.84	11.10

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **北京黄金珠宝龙头，2023年H1业绩超预期:** 公司是商务部第一批“中华老字号”企业，主要经营黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品和钻翠珠宝饰品等黄金珠宝商品，连续多年黄金珠宝销售在北京市场享有较高的市场份额。2023年H1公司实现营收83.6亿元，同比+56.9%，实现归母净利润4.12亿元，同比大增65.8%。
- **金价上涨拉动投资金需求，工艺进步使得黄金产品时尚性凸显，黄金饰品维持终端高景气度:** 2022年下半年以来，金价开启新一轮上涨，全国黄金消费快速恢复，2023年上半年限额以上金银珠宝零售总额同比+17.5%，投资金条及金币消费量同比大增30.1%。近年来随着黄金产品工艺的改善，黄金饰品在设计层面的发挥空间打开，每一代黄金饰品的时尚度都在提升，贴合黄金珠宝消费者年轻化趋势。国潮崛起大背景下，品牌商加速黄金产品和传统文化的融合，使黄金产品迸发新的活力。
- **全直营模式销售，复苏期业绩弹性大:** 公司采用全直营模式，2022年线下直营店销售占比为85%。全直营模式下业绩弹性高，在金价上涨和线下消费场景恢复的催化下，2023年H1公司归母净利润表现出较高的业绩弹性。
- **北京总店收入规模业内领先，门店扩张稳步推进:** 北京总店是公司营收核心，2022年实现营收62.8亿元，占总营收比57.2%。公司门店扩张稳步推进，截至2023年6月末，公司有直营门店74家，2023年H1净增4家，其中华北合计67家。2022年西安连开5店延伸京外辐射圈。
- **盈利预测与投资评级:** 菜百股份是我国比较典型有区域特色的黄金珠宝品牌，在北京地区的品牌认知度高，公司采用全直营模式，黄金产品占比高，业绩弹性大，我们预计公司2023-2025年归母净利润为7.5/8.5/9.8亿元，对应2023-2025年PE为15/13/11倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 消费复苏不及预期，经营区域集中风险，金价波动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.05
一年最低/最高价	8.56/15.10
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	8,242.82
总市值(百万元)	10,927.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.47
资产负债率(% ,LF)	41.58
总股本(百万股)	777.78
流通 A 股(百万股)	586.68

相关研究

内容目录

1. 北京黄金珠宝龙头，直营模式下复苏弹性大	5
1.1. 发展历程：百货转型黄金珠宝，品牌、渠道、产品全方位攻城略地	5
1.2. 疫后业绩强势反弹，贵金属投资产品贡献收入过半	6
1.3. 背靠国资优势突出，员工持股调动积极性	7
2. 行业分析：黄金消费景气度高，需求多元化驱动行业向上	10
2.1. 疫后黄金消费需求旺盛，金价上涨推动投资金需求走高	10
2.2. 工艺创新+渠道下沉+国潮兴起驱动行业发展	12
3. 公司看点：深耕北京地区多年，直营模式下业绩弹性高	13
3.1. 产品：黄金产品是公司的拳头产品，投资类产品占比较高	13
3.2. 渠道：全直营深耕北京市场，多渠道挖掘消费潜力	15
3.2.1. 直营模式下业绩弹性大，黄金套保对冲风险	15
3.2.2. 直营门店：依托北京总店形成较好的品牌宣传，异地扩张稳步推进	17
3.2.3. 电商及银行渠道：电商销售高增，银行销售规模稳定	19
4. 财务：费用控制水平良好，周转效率高	21
4.1. 费用控制水平良好，盈利能力稳定	21
4.2. 黄金销售模式下周转快，效率高	22
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 投资建议	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 2018-2023 年 H1 公司营业收入及增速	6
图 3: 2018-2023 年 H1 公司归母净利润及增速	6
图 4: 2018-2022 年公司各业务营业收入占比	7
图 5: 2023 年 H1 公司各地区营业收入占比.....	7
图 6: 公司股权结构图 (截至 2023 年 6 月 30 日)	8
图 7: 2007-2022 年我国黄金珠宝市场规模及增速	10
图 8: 2015 年 3 月-2023 年 7 月社零限额以上金银珠宝类零售额及增速	10
图 9: 2022 年中国黄金珠宝市场份额占比情况.....	10
图 10: 2007-2023 上半年我国黄金消费量及增速	11
图 11: 2013-2023 上半年我国黄金首饰消费量及增速	11
图 12: 2011-2023 上半年我国金条及金币需求量及增速	11
图 13: 2013-2023 上半年黄金消费结构 (消费量口径)	11
图 14: 城市宽裕小康和大众富裕家庭比例.....	12
图 15: 2021 年古法金饰在黄金产品库存中排名第三.....	12
图 16: 2022 年公司各业务营业收入占比.....	14
图 17: 菜百投资金条产品.....	14
图 18: “菜百传世”品牌古法金产品	14
图 19: “菜百悦时光”品牌钻石镶嵌产品	14
图 20: 菜百与故宫 IP 合作系列产品	14
图 21: 菜百与中国火箭 IP 合作系列产品	14
图 22: 2018-2022 年按渠道分类销售收入	15
图 23: 2022 年菜百股份与同业公司直营/加盟门店占比	16
图 24: 2020 年 Q3-2023 年 Q2 公司毛利率与金价走势	16
图 25: 菜百股份与同业公司归母净利润增速对比.....	16
图 26: 公司黄金租赁业务流程.....	17
图 27: 2018-2022 年北京总店营业收入及增速	17
图 28: 2022 年公司各地区门店坪效 (万元/平方米)	17
图 29: 菜百北京总店内景.....	18
图 30: 2018-2023 年 H1 公司直营店数量 (家)	18
图 31: 2023 年 H1 公司分地区门店数量及占比 (家, %)	18
图 32: 西安赛格国际购物中心外立面图.....	19
图 33: 2021 年西安赛格销售额位列全国第 11.....	19
图 34: 2018-2023 年 H1 线上渠道收入及增速	19
图 35: 菜百首饰抖音官方旗舰店销量接近 9000 件.....	20
图 36: 入选首批 13 家“北京市特色直播电商基地”.....	20
图 37: 2018-2022 年银行渠道收入及增速	21
图 38: 2018-2023 年 H1 同业公司销售毛利率对比	22
图 39: 2018-2023 年 H1 同业公司销售净利率对比	22
图 40: 2018-2023 年 H1 同业公司销售费用率对比	22
图 41: 2018-2023 年 H1 同业公司管理费用率对比	22
图 42: 2018-2022 年菜百股份与同业公司存货周转率	23

图 43: 2018-2022 年菜百股份与同业公司总资产周转率	23
图 44: 2018-2022 年菜百股份与同业公司权益乘数	23
图 45: 2018-2022 年主要黄金珠宝公司 ROE	23
表 1: 管理层持股情况 (截至 2022 年 12 月 31 日)	8
表 2: 公司管理层介绍 (截至 2022 年 12 月 31 日)	9
表 3: 金品类呈现多样化, 工艺持续改善	12
表 4: 公司主要产品分类	13
表 5: 公司主要销售渠道	15
表 6: 2022 年西安新增 5 家直营店	19
表 7: 菜百股份 2023-2025 年盈利预测 (亿元)	24
表 8: 行业可比公司估值水平	24

1. 北京黄金珠宝龙头，直营模式下复苏弹性大

“中华老字号”企业，北京黄金珠宝龙头。公司于 1985 年进入黄金珠宝行业，是商务部第一批“中华老字号”企业，主要业务为设计、销售包括黄金饰品、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。公司深耕北京市场多年，已经形成一套有菜百特色的直营连锁经营模式，黄金珠宝销售在北京市场保持较高的市场份额。

疫后业绩高增，门店扩张稳步推进。2022 年公司实现营业收入 109.9 亿元，同比+5.6%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比+26.6%；2023 年 H1 公司实现营业收入 83.6 亿元，同比+56.9%，实现归母净利润 4.12 亿元，同比+65.8%（追溯调整后），其中 Q2 实现归母净利润 1.78 亿元，同比大增 159.1%（追溯调整前）。截至 2023 年 6 月末，公司拥有直营连锁门店 74 家，其中北京市内 52 家，华北地区（京津冀、内蒙古）合计 67 家；2022 年内净增门店 11 家，其中北京市内净增 5 家，西安市内净增 5 家，苏州市内 1 家，2023 年 H1 净增门店 4 家，均位于京津冀地区。

1.1. 发展历程：百货转型黄金珠宝，品牌、渠道、产品全方位攻城略地

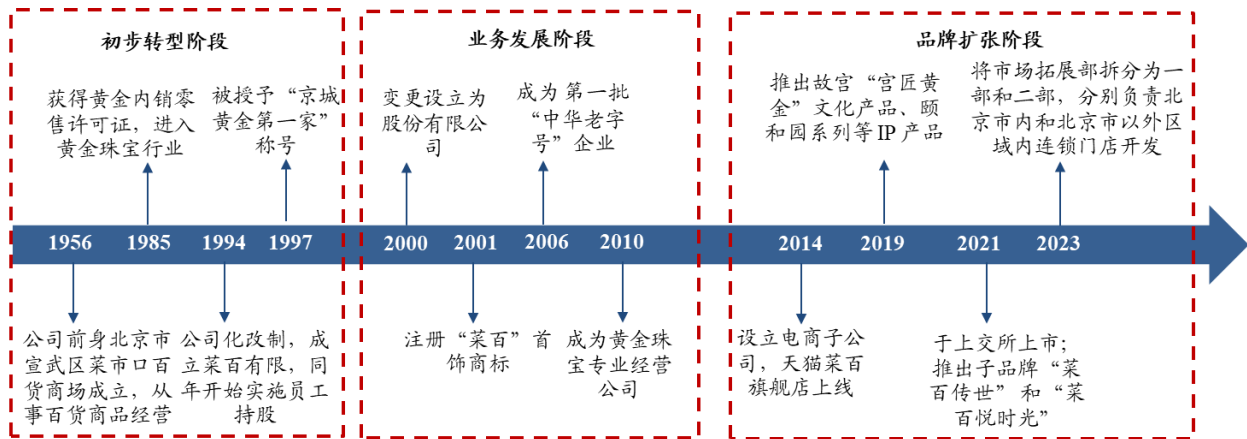
菜百股份的发展历史可以划分为以下三个阶段：

初步转型阶段（1956-1999 年）：公司前身为 1956 年设立的北京市宣武区菜市口百货商场，主要从事百货商品经营。1985 年，拿到人民银行批准的黄金内销零售许可证后，公司开始进入黄金珠宝行业，自此走出了一条特色经营之路。1994 年，公司依据北京市相关政策推进公司化改制，成立菜百有限，并实施员工持股。

业务发展阶段（2000-2010 年）：2000 年，公司变更设立为股份有限公司，引入多元化社会资本。2001 年，公司注册“菜百”首饰商标，并于 2006 年成为商务部第一批命名的“中华老字号”企业。随着黄金珠宝业务逐步做大做强，自 2010 年公司成为黄金珠宝专业经营公司。

品牌扩张阶段（2011 年至今）：2014 年，公司为了打造线上销售平台，设立电商子公司菜百电子商务，同年，天猫菜百旗舰店上线。2020 年，公司推出颐和园系列等 IP 产品。2020 年，北京菜百黄金珠宝博物馆经北京市文物局正式认证备案，成为北京市级博物馆。2021 年公司于上交所上市，推出专注于古法金品类的子品牌“菜百传世”和专注于时尚轻奢珠宝的子品牌“菜百悦时光”。2023 年将市场拓展部拆分为市场拓展一部和市场拓展二部，分别负责北京市内和北京市以外区域内连锁门店开发。

图1: 公司发展历程



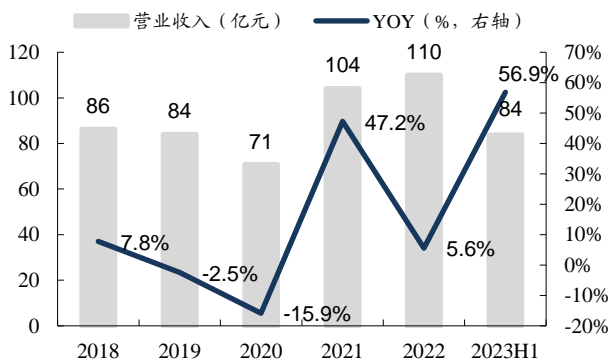
数据来源：公司官网，招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 疫后业绩强势反弹，贵金属投资产品贡献收入过半

复苏势头强劲，2023年H1收入增速亮眼。受疫情影响，2020年公司营业收入出现下滑，但2021年疫情企稳后，公司随即实现营业收入104.06亿元，同比+47.23%，展现较强复苏韧性。2022年疫情反复下公司营收仍小幅增长5.61%至109.90亿元，2023年H1公司实现营业收入83.6亿元，同比增长56.9%，增速亮眼。

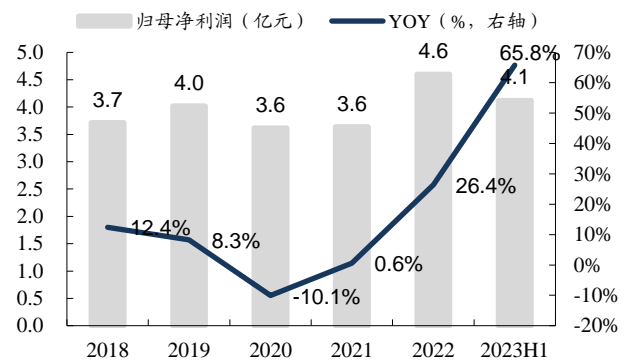
疫后业绩强势反弹，2023年H1业绩超预期。2020年受疫情扰动影响，公司归母净利润同比下滑10.05%至3.62亿元。2021年以来，公司业绩伴随收入端增长逐渐恢复，2021-2022年公司实现归母净利润3.64/4.60亿元，同比+0.61%/+26.4%。2023年H1，公司实现归母净利润4.12亿元，同比+65.8%（追溯调整后），其中Q2实现归母净利润1.78亿元，同比大增159.1%（追溯调整前），受益于消费复苏及金价上涨，全直营模式下公司业绩弹性凸显。

图2: 2018-2023年H1公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3: 2018-2023年H1公司归母净利润及增速

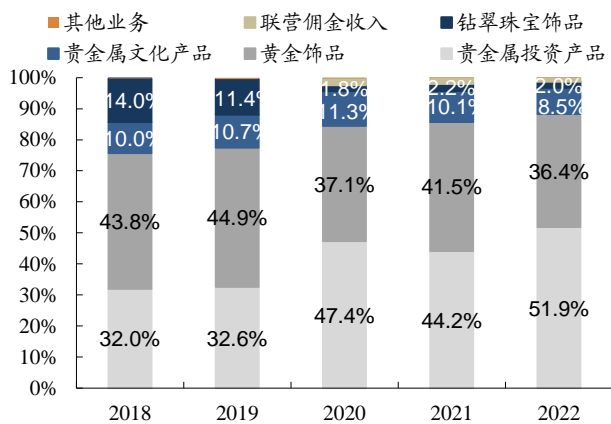


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

黄金饰品与贵金属投资类产品为主要收入来源。公司主要产品包括黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品和钻翠珠宝饰品等，其中贵金属投资产品主要为投资金条。随着居民黄金投资保值意愿的提升，贵金属投资类产品营收占比不断提高，从 2018 年的 32.0% 上升至 2022 年的 51.9%，2022 年贵金属投资类产品实现收入 57.02 亿元，同比增长 24.0%。2018-2022 年黄金饰品营收占比在 40% 上下波动，为公司第二大收入来源；钻翠珠宝饰品营收占比较低且下降明显，主要由于钻石类饰品消费市场景气度较低。

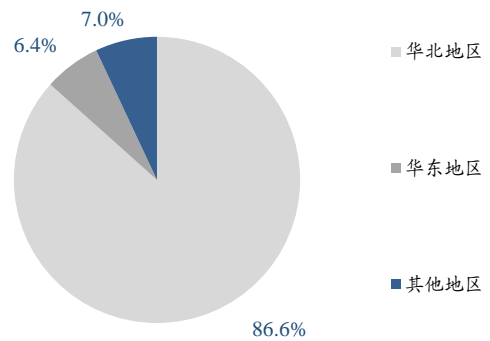
华北地区为主要销售区域。公司深度布局华北尤其是北京市场，2023 年 H1 公司华北地区销售收入占比为 86.6%。近年来公司一方面发力电商渠道，另一方面积极异地扩张，2023 年 H1 公司在华北以外地区实现销售收入 11.2 亿元，同比增长 209.9%。

图4：2018-2022 年公司各业务营业收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2023 年 H1 公司各地区营业收入占比

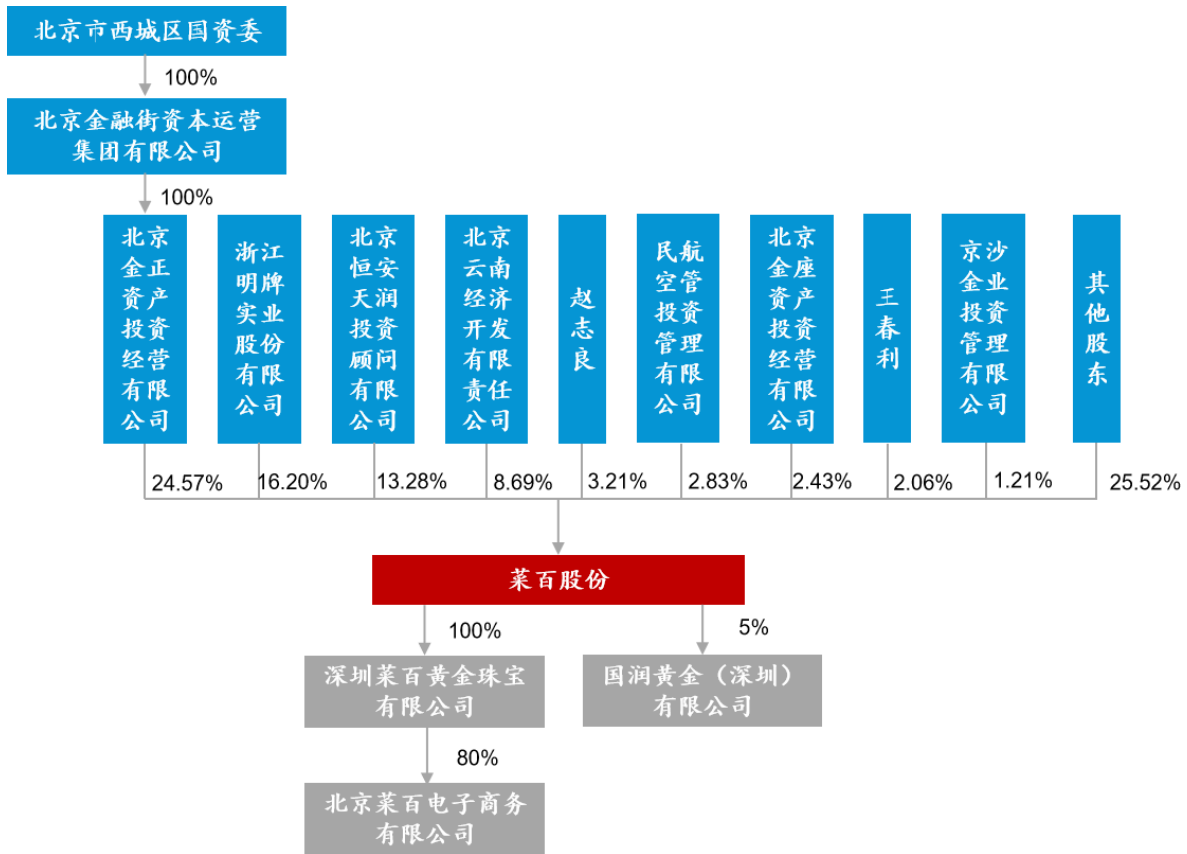


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 背靠国资优势突出，员工持股调动积极性

西城区国资委为公司实际控制人。截至 2023 年 6 月末，北京市西城区国资委通过金正资产持有公司 24.57% 的股份，并一直将菜百股份作为西城区重要子企业进行管理。其他持股比例 5% 以上的股东有明牌实业、恒安天润和云南开发。赵志良和王春利作为核心管理人员分别持有公司 3.21%、2.06% 的股份。

图6: 公司股权结构图 (截至 2023 年 6 月 30 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

多年坚持员工持股, 绑定核心人才。公司员工持股制度始于 1994 年菜百有限成立伊始, 先后经历了自然人委托持股阶段、职工持股会持股阶段和职工持股会持股还原到全部真实自然人持股阶段三个阶段。2019 年 12 月 10 日, 菜百股份同意职工持股会将其持有的公司 13.25% 的股份 (9271.82 万股股份), 还原登记为职工持股会的全体会员 (752 名) 直接持有。公司多年来坚持员工持股, 绑定核心人才, 保障可持续发展。

表1: 管理层持股情况 (截至 2022 年 12 月 31 日)

姓名	职位	持股数 (万股)	持股比例
赵志良	董事长	2499.59	3.21%
王春利	董事, 总经理	1600.45	2.06%
谢华萍	董事, 分管原料交易、质量法务、信息技术的常务副总经理	128.66	0.17%
张添一	职工代表监事	6.12	0.01%
宁才刚	分管物流中心、人力资源的副总经理	128.66	0.17%
李云泚	董事会秘书, 分管党政事务、证券事务的副总经理	20.54	0.03%
时磊	分管总店经营、连锁一部经营设计研发的副总经理	128.53	0.17%
董振邦	分管连锁二部经营、市场拓展的副总经理	65.00	0.08%
杨娜	分管品牌推广、电商子公司的副总经理	45.81	0.06%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

核心管理层深耕行业多年。赵志良先生 1994 年起即任职公司董事长，作为掌舵人，引领莱百股份发展为黄金珠宝行业的重要企业。公司总经理王春利女士具有丰富的专业知识与经验，目前任职全国首饰标准化技术委员会委员、中国珠宝玉石首饰行业协会副会长、中国珠宝玉石首饰行业协会首饰设计委员会主任委员等。公司主管业务的高级管理人员均有 20 年以上的珠宝行业从业经验，有助于公司的长远发展。

表2: 公司管理层介绍 (截至 2022 年 12 月 31 日)

姓名	职位	工作经历
赵志良	董事长	高级黄金投资分析师。1974 年起于公司任职，1994-2000 年，任北京菜市口百货有限责任公司董事长兼总经理；2000-2005 年，任北京菜市口百货股份有限公司党总支书记、董事长兼总经理；2005 年至今，历任北京菜市口百货股份有限公司党总支书记、党委书记兼董事长。
王春利	董事，总经理	高级黄金投资分析师、HRD 国际注册高级钻石分析师，国家职业技能竞赛裁判员。1977 年起于公司任职，2000 年-2005 年，任北京菜市口百货股份有限公司董事兼副总经理，2005 年至今，任莱百股份党总支副书记、党委副书记、董事兼总经理。
贾强	董事	2018-2021 年，历任北京金融街资本运营中心纪检监察部副总监、纪委办公室总监；2021 年至今，任北京金正资产投资经营有限公司总经理，兼任北京熙诚健康科技有限公司董事长；2023 年 2 月至今，任北京菜市口百货股份有限公司董事。
谢华萍	董事，常务副总经理	国有企业助理级法律顾问、NGTC 钻石分级资格、NGTC 宝石鉴定资格、贵金属首饰与宝玉石检测员二级技师。2000 年起于公司任职，历任莱百股份总经理助理兼人力资源部经理、副总经理等，目前任董事兼常务副总经理。
刘伟	董事	2000 年至今，任北京菜市口百货股份有限公司董事。
张山树	董事	2018 年至今，任北京菜市口百货股份有限公司董事。
宁才刚	副总经理	2000 年至今，历任北京菜市口百货股份有限公司职工、配送部副主任、配送中心副经理、物流中心经理、总经理助理、副总经理。
李运沚	董秘，副总经理	2010 年至今，历任北京菜市口百货股份有限公司营业员、团总支副书记、见习副主任、团总支书记、团委书记（团组织建制升格）、工会副主席、董事会秘书、副总经理。
李卓	副总经理 财务总监	2020 年至今，任北京菜市口百货股份有限公司副总经理；2023 年 1 月至今，任北京菜市口百货股份有限公司财务总监。
时磊	副总经理	2000 年至今，历任北京菜市口百货股份有限公司营业员、黄金部主任、经营管理部副经理、通州蓝岛店店长、总经理见习助理、总经理助理、工会主席、副总经理。
董振邦	副总经理	2007 年至今，历任北京菜市口百货股份有限公司营业员、足金部见习副主任、团总支书记、商品部主任、党办见习主任、业务拓展部经理、总经理助理、副总经理。2014 年至今，兼任北京莱百电子商务有限公司董事、总经理。
杨娜	副总经理	2007 年至今，历任北京菜市口百货股份有限公司配送中心珠宝专业技师、物流中心产品开发部主任、品牌推广部经理、总经理助理、副总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

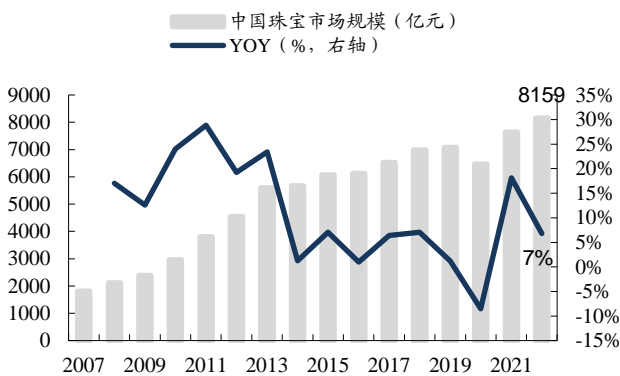
2. 行业分析：黄金消费景气度高，需求多元化驱动行业向上

2.1. 疫后黄金消费需求旺盛，金价上涨推动投资金需求走高

黄金消费需求景气度高，抗周期性强，2022年国内珠宝行业规模为8159亿元，同比增长7%。珠宝行业的景气度与宏观经济，消费水平息息相关。2013年以前，我国珠宝市场处于高速成长期，市场规模平均年增速在20%以上，2014年及之后，由于2013年金价高位回调大幅透支了消费，且后续金价持续在低位震荡，我国珠宝行业市场开始换挡进入相对平稳的发展周期，2019年以来金价开始新一轮上涨，同时叠加黄金产品的工艺创新，黄金需求重新回到高景气周期，2022年虽然有疫情反复，但市场规模仍实现正增长，2022年珠宝市场规模为8159亿元，同比增长7%。

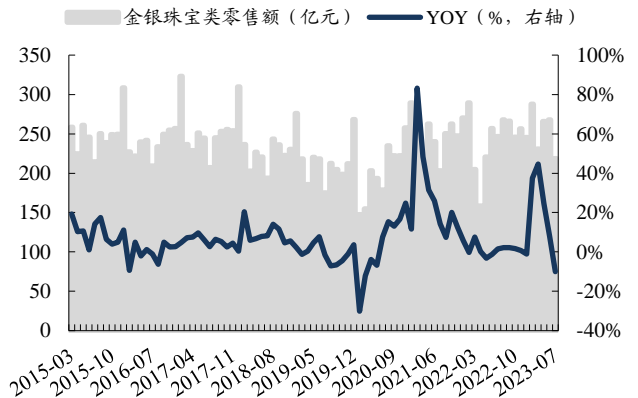
2023年上半年社零限额以上金银珠宝零售总额同比+17.5%。得益于经济社会全面恢复常态化运行，国民经济回升向好，金价稳步上涨，线下消费场景恢复，消费需求得到回补，全国黄金消费总体呈现较快恢复态势。国家统计局数据显示，2023年上半年社零限额以上金银珠宝零售总额达1689亿元，同比增长17.5%。

图7：2007-2022年我国黄金珠宝市场规模及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

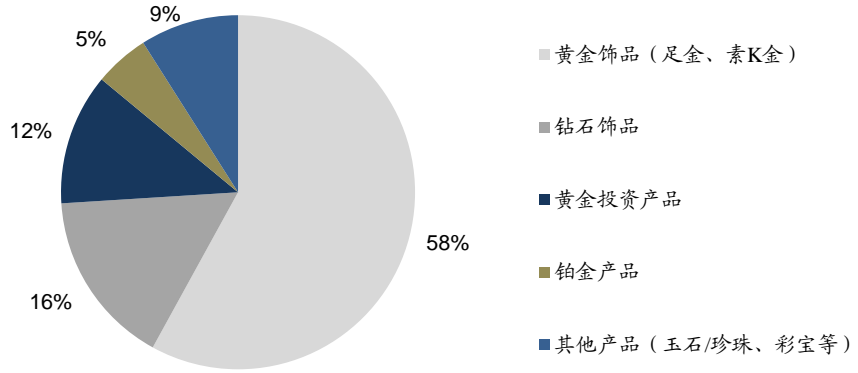
图8：2015年3月-2023年7月社零限额以上金银珠宝类零售额及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

黄金是我国珠宝市场的主要消费品。我国黄金珠宝行业目前主要可以分为黄金、钻石两大类饰品以及铂金、K金和翡翠等其他饰品。2022年黄金在国内珠宝首饰市场占比达58%，是我国珠宝市场的主要消费品。在婚庆风俗及传统的投资保值观念影响下，黄金消费依旧占据重要的地位。

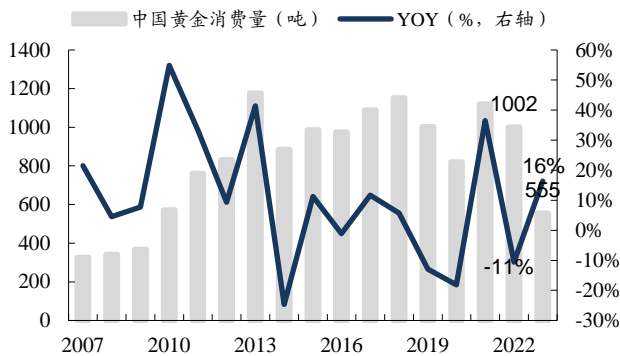
图9：2022年中国黄金珠宝市场份额占比情况



数据来源：2022 年中国金饰市场趋势洞察，东吴证券研究所

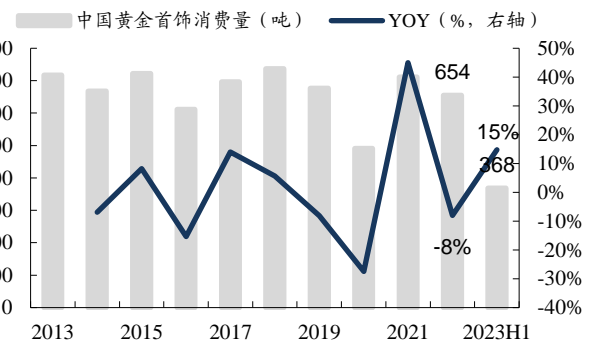
黄金消费中首饰占比超 60%，2023 上半年投资金同比大增 30.1%。黄金首饰消费占据主导地位，2013 年之后黄金首饰消费占我国黄金消费量的 60%及以上，2023 上半年黄金首饰消费量达 368.3 吨，同比+14.8%，在黄金消费大品类中占比 66%；金条及金币消费占比近年来在 25~30%之间波动，2023 上半年金条及金币消费量达 146.3 吨，同比+30.1%，金价上涨催化下投资金同比大增。

图10: 2007-2023 上半年我国黄金消费需求及增速



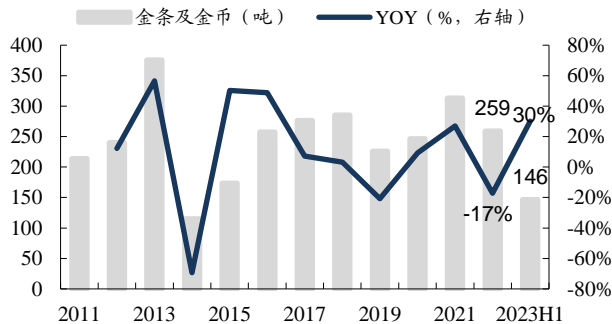
数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

图11: 2013-2023 上半年我国黄金首饰消费量及增速



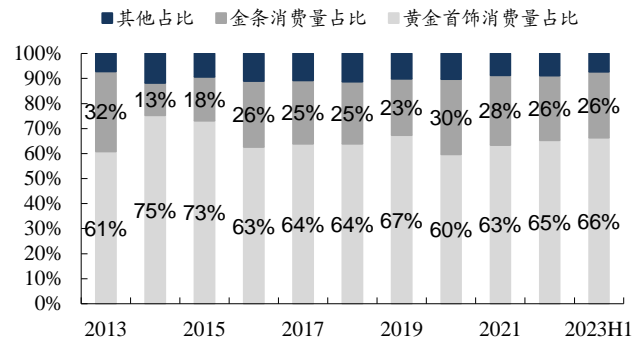
数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

图12: 2011-2023 上半年我国金条及金币需求量及增速



数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

图13: 2013-2023 上半年黄金消费结构 (消费量口径)

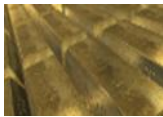





数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

2.2. 工艺创新+渠道下沉+国潮兴起驱动行业发展

消费者目前更关注饰品本身的工艺、特性、文化，更加多元化的需求带动珠宝品牌持续更新黄金工艺、加大技术研发创新。硬金、古法金等多种黄金品类问世。传统足金较软，无法进行复杂的设计。“3D硬足金”打破传统工艺制造，主要以电铸模式生产而成，硬度是普通足金的4倍。“5G黄金”经溶金、加工、高温熔炼催化后，黄金分子结构更加紧密，因此硬度更高、韧性更强。“古法金”借助浇铸、锻打、雕刻、打磨等加工手法后进行手工精雕细琢，磨砂工艺是其代表特征。由于工艺非常厚实，古法金要比普通金克重更大，所以价格比3D硬金和普通黄金高。因此，从普通足金，到3D硬金、5G黄金、古法金是黄金工艺的不断进化。

表3: 金品类呈现多样化，工艺持续改善

	传统足金	3D硬金	5G黄金	古法黄金
示意图				
工艺	基础工艺	电铸法硬化工艺	溶金时加入硬金粉，再经高温熔炼催化	纯手工黄金锻造工艺
品质	硬度较低，易磨损，不易保持花纹	高硬度(为普通足金4倍)，耐磨，易断	高硬度，高强度，高韧性，高延展性	黄金用料密实，不易出现划痕
造型	造型传统、单一	造型丰富，艺术性强	造型多样化及个性化	哑光质感，多与传统元素结合
价格	以克计价	以件计价，较强溢价能力	以件计价，较强溢价能力	以克计价，工艺设计费用高
适宜人群	以保值为目的	以造型时尚，多变，饰品化为目的	贴合年轻市场需求	以外观优雅及厚重感强为目的

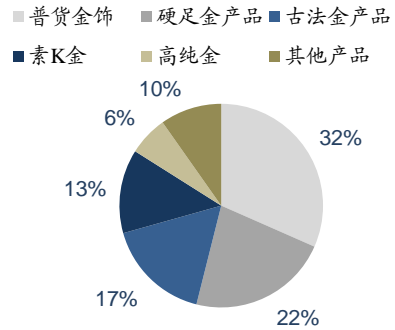
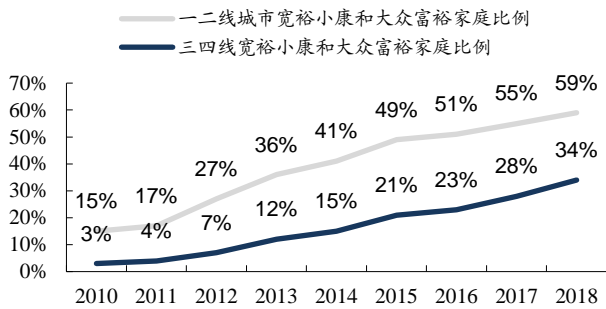
数据来源：中宝协，东吴证券研究所

中低线城市释放红利，消费新生力量崛起。麦肯锡《2020年消费者调查报告》显示，二线及以下城市年轻女性为代表的消费新生代成为了增长新引擎。他们生活压力较小，不担心生活成本或未来储蓄问题，具有较强的购买意愿；同时拥有更多空闲时间外出就餐、追逐最新潮流趋势、购买高档产品，提高生活品质和社会地位。因此，对于珠宝企业而言，渠道下沉更加能够享受中低线城市带来的红利。

国潮兴起，消费者更愿意为带有中华文化元素的品牌及产品买单。《2021中国黄金珠宝消费调查白皮书》显示，金店消费者有75.59%的年龄在25到35岁。随着国潮的兴起，对传统文化的认同在不断提升，消费观念在改变，工艺进步后的黄金产品兼具传统文化的底蕴和现代饰品的时尚，也迎来了一波发展潮流。

图14: 城市宽裕小康和大众富裕家庭比例

图15: 2021年古法金饰在黄金产品库存中排名第三



数据来源：麦肯锡，东吴证券研究所；注：宽裕小康和大众富裕家庭指年可支配收入达到 14-30 万元人民币的家庭

数据来源：中国黄金报社，东吴证券研究所

3. 公司看点：深耕北京地区多年，直营模式下业绩弹性高

3.1. 产品：黄金产品是公司的拳头产品，投资类产品占比较高

产品矩阵丰富完善。公司设计、销售包括黄金饰品、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、多款式黄金珠宝商品，产品矩阵丰富完善。

表4：公司主要产品分类

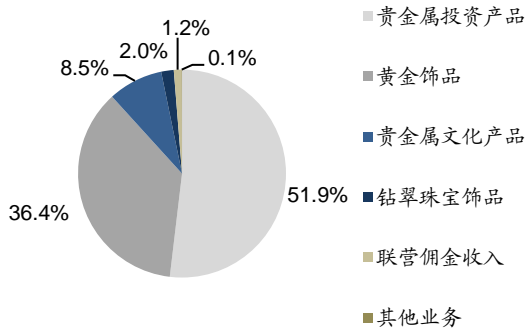
产品类别	产品描述	产品图示
黄金饰品	主要以黄金原料制成的首饰，包括手镯、戒指、项链、耳环、挂坠、手链等	
贵金属文化产品	以黄金、白银为原料制成的工艺摆件、熊猫金银币等产品，及故宫、颐和园等文化 IP 产品	
贵金属投资产品	以黄金为原料加工制成的不同规格、品类和图案的金条产品	
钻翠珠宝饰品	主要原料为钻石、翡翠、白玉、铂金、珠宝、K 金、白银、珍珠等的珠宝首饰，包括手镯、戒指、项链、挂坠、耳环、手链等	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

贵金属投资产品收入占比过半。公司贵金属投资产品以投资金条、金币和金元宝为主，结合公司 LOGO 以及生肖等吉祥物形象，较有设计感。2022 年公司贵金属投资产

品实现收入 57.02 亿元，在总收入占比 51.9%，贡献 13%毛利。

图16: 2022 年公司各业务营业收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 菜百投资金条产品



数据来源: 菜百首饰官方商城, 东吴证券研究所

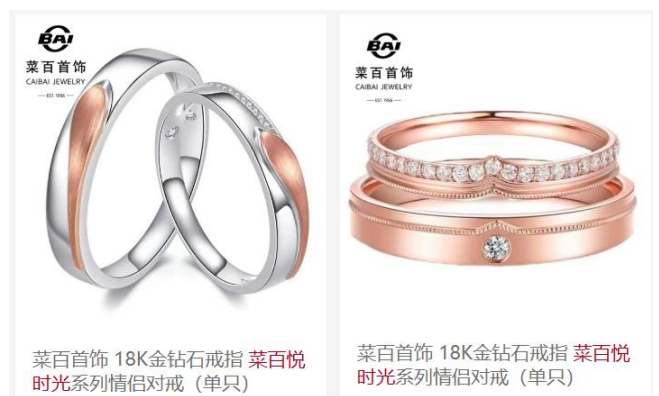
子品牌聚焦更细分品类, 顺应黄金珠宝消费趋势变化。公司以“菜百首饰”为主品牌, 与专注于古法金品类的子品牌“菜百传世”和专注于时尚轻奢珠宝的子品牌“菜百悦时光”等共同构成品牌矩阵, 满足消费者近年来对于古法金等产品的需求。

图18: “菜百传世”品牌古法金产品



数据来源: 菜百首饰官方商城, 东吴证券研究所

图19: “菜百悦时光”品牌钻石镶嵌产品



数据来源: 菜百首饰官方商城, 东吴证券研究所

自主设计特色产品, 推进 IP 合作。公司持续加大自主设计研发投入力度, 不断优化产品线, 推出“恋意 Lovin”“京承百韵”“菜百传世·轻舞飞扬”等多个系列产品, “东方花园”等系列产品迭代上新。同时, 公司积极推进异业合作及 IP 合作, 紧跟国潮风、悦己风等消费流行趋势, 迭代故宫、颐和园、天坛等传统文化合作 IP 系列产品, 引入中国火箭等流行文化 IP 的联名系列, 进一步提高产品的文化附加值。

图20: 菜百与故宫 IP 合作系列产品

图21: 菜百与中国火箭 IP 合作系列产品



菜百首饰 足金如意 故宫金如意 事事如意



菜百首饰 黄金转运珠 故宫吉祥 珠系列-瑞凤珠足金转运珠吊坠定



中国火箭文创·星球梦想家系列梦想宇航员足金项坠



中国火箭文创·星球梦想家系列Star River No.0足金转运珠

数据来源：菜百首饰官方商城，东吴证券研究所

数据来源：菜百首饰官方商城，东吴证券研究所

3.2. 渠道：全直营深耕北京市场，多渠道挖掘消费潜力

3.2.1. 直营模式下业绩弹性大，黄金套保对冲风险

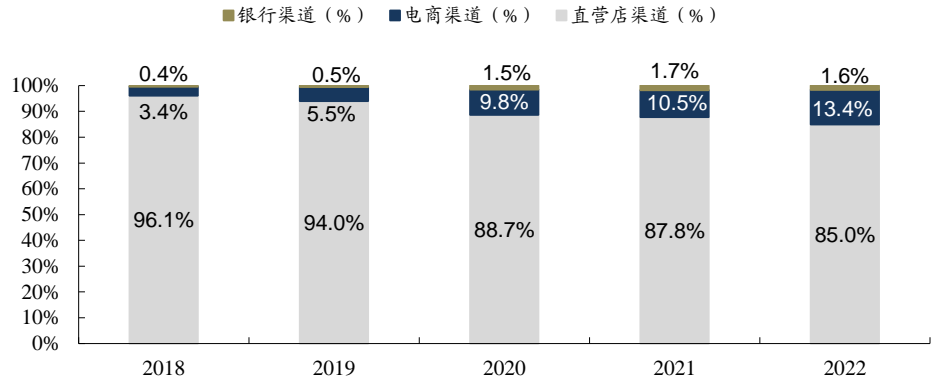
全直营模式，线下直营门店贡献超八成收入。公司采用全直营模式进行销售，主要销售渠道包括直营店、电商及银行。直营店分为自营店面模式及商场联营模式，2022年公司直营店销售收入占比高达 85.0%；线上电商销售快速增长，2018-2022 年收入占比由 3.4%逐年提升至 13.4%；银行渠道收入占比较为稳定，2022 年为 1.6%。

表5：公司主要销售渠道

销售渠道类型	介绍
直营渠道	自营店面 通过自有或租赁房产销售商品。
	商场联营 通过百货商场店中店模式销售商品；由合作方向公司支付扣除相关费用及分成后的货款。
电商渠道	1) 与京东、天猫等电商平台合作，主要采用开设旗舰店的方式，采用直营和代销两种模式实现线上销售； 2) 自建线上平台菜百首饰官方商城进行销售。
银行渠道	与银行合作，利用银行网点销售各类定制化和非定制化金条、金银商品等。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

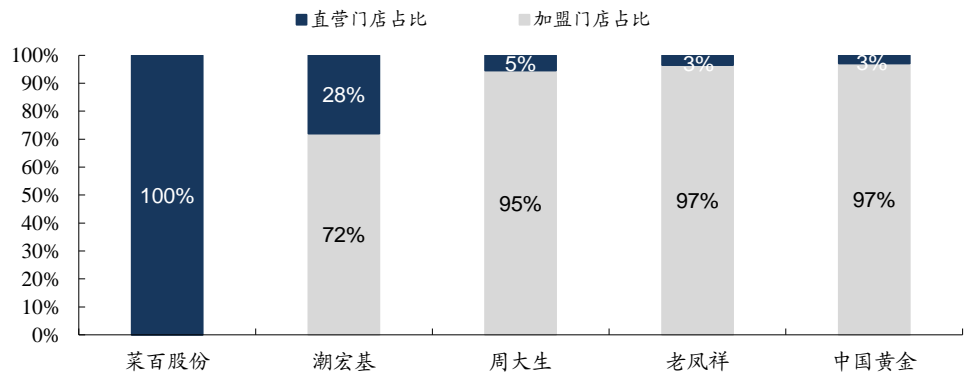
图22：2018-2022 年按渠道分类销售收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

直营模式下经营杠杆高，复苏期业绩弹性大。直营模式下公司需要承担铺货，租赁、人工等各项成本开支，经营杠杆高，业绩弹性大，2022年公司归母净利润逆势增长；2023年H1，公司归母净利润同比增速达到65.8%（追溯调整后），其中2023年Q2公司归母净利润同比大增159.1%（追溯调整前），金价上涨和线下消费场景恢复双重催化下，业绩弹性显著。

图23：2022年菜百股份与同业公司直营/加盟门店占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：2020年Q3-2023年Q2公司毛利率与金价走势

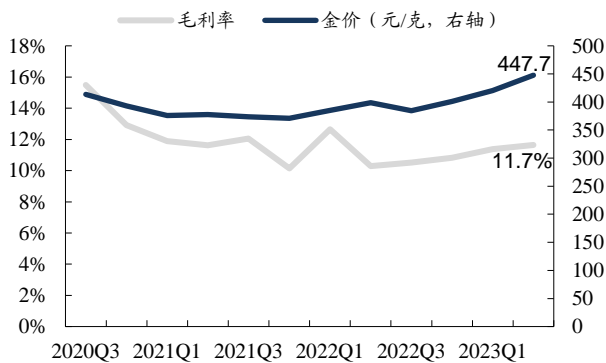
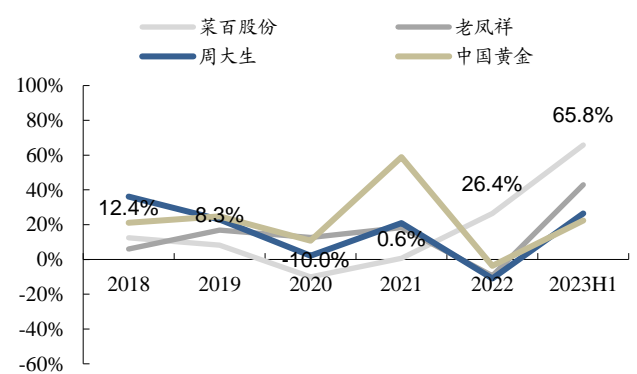


图25：菜百股份与同业公司归母净利润增速对比



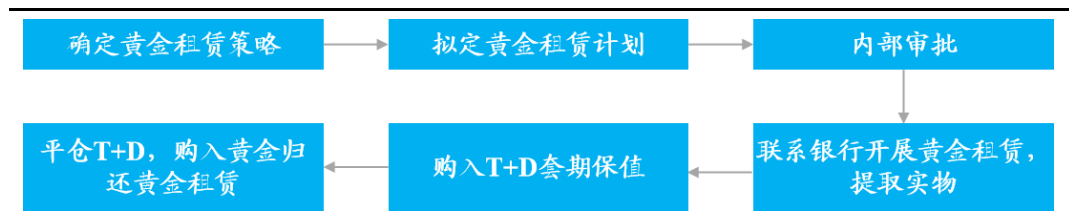
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：金价为上海金交所黄金现货收盘价:Au9999:季均值

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

黄金租赁结合黄金 T+D 对冲金价波动风险。公司的黄金原材料主要来源于黄金租赁，销售过程中通过“以销定采”的小批量多批次采购原则，降低黄金原材料价格的波动风险。公司开展黄金租赁业务时，需与银行签订黄金租赁合同，按照一定租赁利率借入黄金原材料并组织生产加工，定期支付租赁利息。为了降低租赁到期偿还时金价上涨带来的价格波动风险，在借入黄金时，公司同时在上金所买入黄金 T+D 合约进行套期保值。租借到期后，公司平仓 T+D 合约，购入现货黄金并归还租赁黄金。

图26：公司黄金租赁业务流程

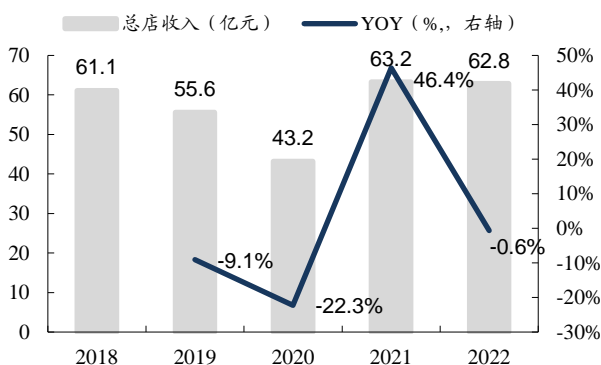


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2.2. 直营门店：依托北京总店形成较好的品牌宣传，异地扩张稳步推进

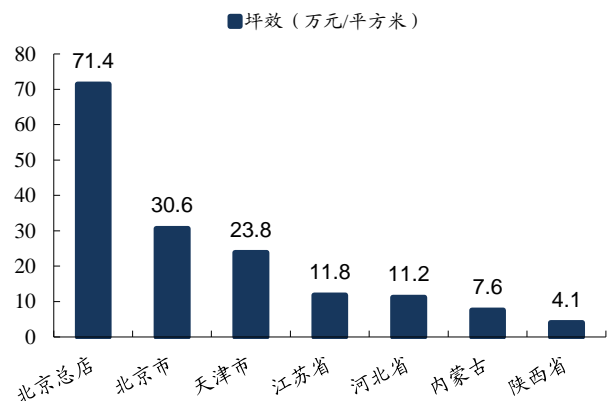
总店收入规模业内领先，贡献公司六成收入。公司总店位于北京市西城区，是国内黄金珠宝行业内收入规模领先的单体零售门店，经营面积达 8800 平方米，为公司唯一自有物业。2018-2022 年期间，正常年份下公司总店收入可达到 60 亿元以上，2020 年受疫情扰动影响下滑幅度较大，但 2021 年疫情企稳后随即实现 46.4% 的收入增速。2022 年总店收入占公司总营收比例高达 57.2%，是公司营收的核心来源，总店坪效高达 71.4 万元/平方米，远超其他门店。

图27：2018-2022 年北京总店营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：2022 年公司各地区门店坪效（万元/平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

深厚文化底蕴叠加“一站式购齐”体验，提升品牌认知。公司总店在北京市内拥有极高知名度，承担了公司品牌露出的职能。公司总店是北京市文物局审批备案的国有博物

馆，为消费者提供“博物馆式的鉴赏、专业知识的普及、体验式的购物、个性化的定制”，是“馆店结合”新典范。门店覆盖黄金饰品、贵金属投资及文化产品、钻翠珠宝饰品等全品类，消费者可“一站式购齐”。公司作为中华老字号企业，文化底蕴丰富，引入故宫、颐和园等传统文化元素传递品牌理念，提升品牌认知。

图29: 菜百北京总店内景

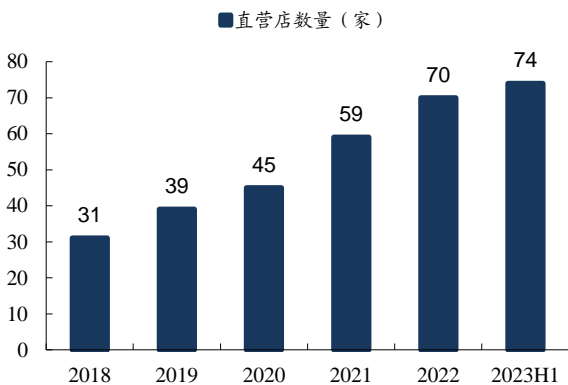


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

京津冀持续加密巩固华北市场，直营店总数持续增长。菜百秉承“聚焦京津冀一体化、辐射主要重点城市”的原则，扩大营销网络布局，稳步拓店。公司持续加密在华北地区的直营门店布局，2021-2023年H1，华北地区分别净新开13/5/4家门店，2021年以来京津冀三省市分别累计净新开16/2/4家门店。截至2023年6月末，公司直营店数量达74家，相比2018年增长一倍有余，其中北京市内52家，华北地区（京津冀、内蒙古）合计共67家，累计占比90.5%，销售区域集中于华北。

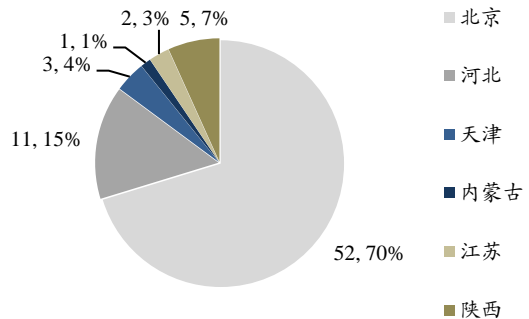
异地填充延伸京外辐射圈，新店爬坡弹性大。在华北以外地区，公司选择相对空白的重点城市优先进入，2021年进入华东地区开设苏州首店，2022年该门店同店销售增速达410.3%；2022年重点开拓西安市场，进一步延伸京外辐射圈。

图30: 2018-2023年H1公司直营店数量(家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 2023年H1公司分地区门店数量及占比(家, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

以西安为试点形成异地连锁经营样板。2022年公司在西安连开五店，进驻西安赛格

国际购物中心等热门商圈，通过全品类商品、高品质服务等具有菜百特色的经营模式，形成差异化优势，逐步培育当地消费客群，打开品牌认知度，辐射周边城市。

表6: 2022年西安新增5家直营店

门店名称	地址	开业时间	使用面积(平方米)
西安赛格店	陕西省西安市雁塔区长安中路123号赛格国际购物中心6层	2022.03	138
西安开元店	陕西省西安市碑林区东大街解放市场6号开元钟楼店F1层1F-C-01号	2022.02	44
西安曲江银泰店	陕西省西安市雁塔区雁塔南路410号曲江银泰城A馆F1层	2022.03	117
西安凯德店	陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场新地城商场01层K07号	2022.03	47
西安合生汇店	陕西省西安市碑林区环城南路东段336号1层	2022.11	45.1

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 西安赛格国际购物中心外立面图



数据来源: 赛格国际购物中心官网, 东吴证券研究所

图33: 2021年西安赛格销售额位列全国第11

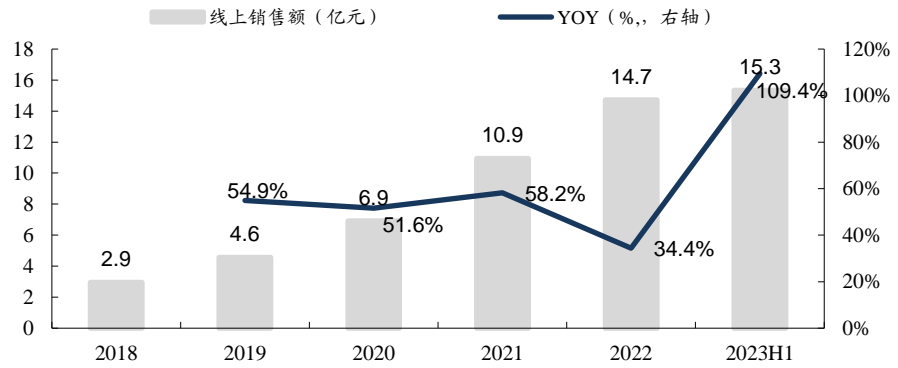
排名	名称	2020销售额(亿元)	2021销售额(亿元)	同比增/减
1	北京SKP	177	239	35.00%
2	北京国贸商城	165+	200+	21.21%
3	南京德基广场	150+	200+	30.00%
4	上海国金中心IFC	近110	近185	68.18%
5	上海恒隆广场	近100	155+	55.00%
6	武汉武商摩尔城	100	150+	50.00%
7	深圳万象城	100+	近130	30.00%
8	杭州大厦	80	100+	25.00%
9	广州太古里	82	100+	25.00%
10	成都IFS	83	近100	20.48%
11	西安赛格国际	95	100+	/
12	上海环球港	95-105	100+	/
13	成都远洋太古里	73	近95	30.14%
14	长沙IFS	近60	90+	50.00%
15	沈阳万象城	70	85	21.43%

数据来源: 职业零售网, 东吴证券研究所

3.2.3. 电商及银行渠道: 电商销售高增, 银行销售规模稳定

积极拓展电商新渠道, 线上收入保持高增速。公司2014年开始拓展电商渠道, 销售持续增长, 2018-2022线上渠道收入CAGR达49.5%, 2023年H1公司线上销售额达15.3亿元, 同比+109.4%。线上销售以天猫和京东等加盟外部电商平台为主, 2022年9个外部电商平台共实现销售额14.6亿元, 占比达99%; 公司推进自营官方商城建设, 2022年访问量198.06万人次, 同比+2.3%, 实现营业收入1336万元, 同比+31.1%。

图34: 2018-2023年H1线上渠道收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

开展直播销售,拓展营销网络。公司积极开展直播业务,建立“菜百股份直播基地”,截至2023年6月底,公司共设有27个直播间,拥有一支兼具黄金珠宝顾问、黄金珠宝博物馆讲解员和主播于一身的主播团队,自主培养主播近百名,面向全国市场的消费者推广销售黄金珠宝商品,以抖音平台为例,菜百抖音旗舰店每日14:30-20:30开展直播,截至2023年8月底已拥有7.5万名粉丝,销量接近9000件。2023年公司直播基地被评选为首批13家“北京市特色直播电商基地”之一。

图35: 菜百首饰抖音官方旗舰店销量接近9000件



数据来源：菜百首饰抖音旗舰店，东吴证券研究所

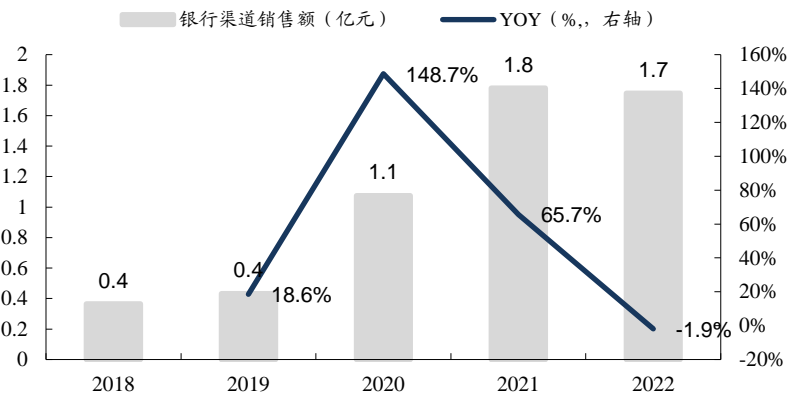
图36: 入选首批13家“北京市特色直播电商基地”



数据来源：菜百首饰官方微信公众号，东吴证券研究所

银行渠道销售规模较稳定。公司在银行网点销售贵金属文化产品、贵金属投资产品等商品,针对高净值客户优化银行渠道产品线。2022年银行销售1.75亿元,同比-1.9%。

图37: 2018-2022 年银行渠道收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

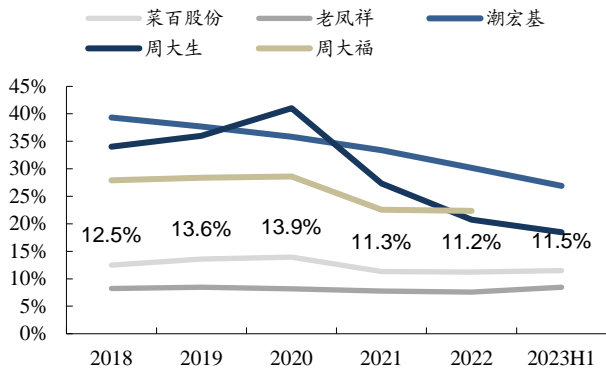
4. 财务：费用控制水平良好，周转效率高

4.1. 费用控制水平良好，盈利能力稳定

毛利率水平较为稳定，黄金饰品贡献毛利占比过半。2018年以来公司毛利率维持在11-14%，整体较为稳定。分品类看：1) 贵金属投资产品：毛利率水平较低，2022年为2.8%，贡献13.0%毛利。2) 黄金饰品：毛利率水平较为稳定，2022年为18.3%，贡献毛利占比达59.3%。3) 贵金属文化产品：2022年毛利率水平为12.7%，2018-2022年贡献毛利占比稳定在10%左右。4) 钻翠珠宝饰品：2020-2022年毛利率水平快速提升，主要系自营钻石销售占比提升所致，2022年毛利率达43.1%，贡献毛利7.5%。

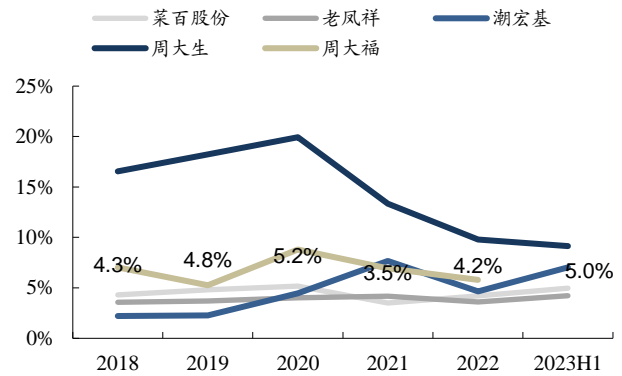
费用控制水平良好，销售净利率企稳回升。公司费用控制水平良好，2023年H1公司销售费用率为2.59%，同比改善0.67pct；2021-2023年H1管理费用率持续下降，2023年H1为0.59%，同比改善0.3pct。得益于费用控制见效以及高毛利的钻翠珠宝饰品、黄金饰品持续推新，2021年以来公司销售净利率维持上升，2023年H1为5.0%。

图38: 2018-2023年H1 同业公司销售毛利率对比



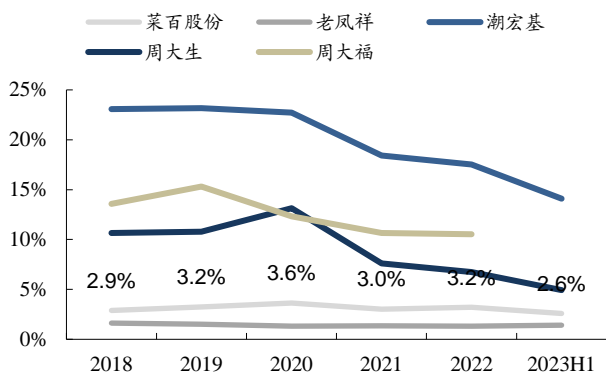
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 周大福 2021 年数据为 FY2022 数据, 其他年份类推, 下同。

图39: 2018-2023年H1 同业公司销售净利率对比



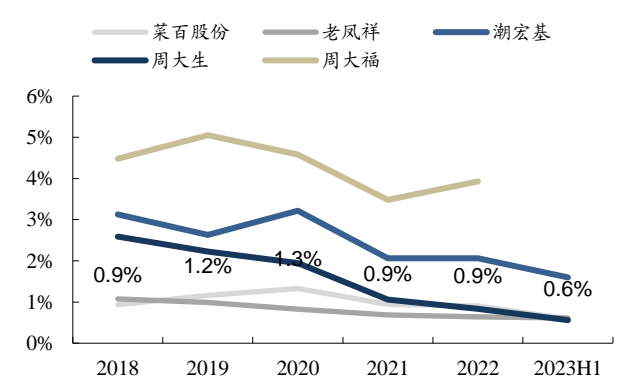
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 2018-2023年H1 同业公司销售费用率对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图41: 2018-2023年H1 同业公司管理费用率对比



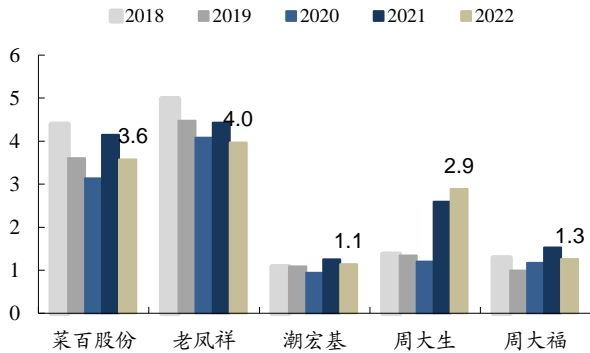
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 黄金销售模式下周转快, 效率高

资产运用效率高, 处于行业领先水平。公司存货周转率处于同行业较高水平, 2022 年为 3.6 次/年, 主要系: 1) 直营模式下中间流通环节减少; 2) 黄金类产品占比高, 其存货周转速度较其他品类更快。在关键资产高周转以及委外加工生产模式的影响下, 公司的总资产周转率行业领先, 2022 年为 2.1 次/年。

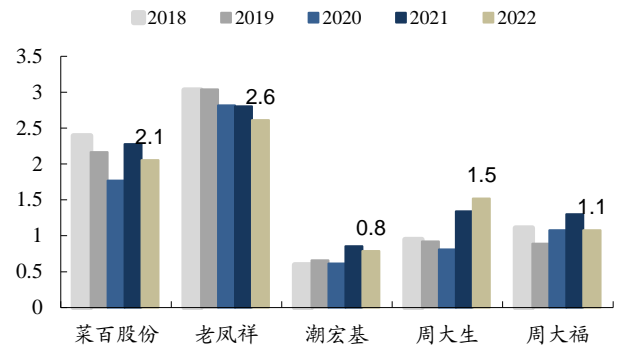
高周转下公司 ROE 处于较高水平。2018-2019 年公司 ROE 接近 20%, 尽管近年来略有下滑, 但仍处于行业较高水平。

图42: 2018-2022 年菜百股份与同业公司存货周转率



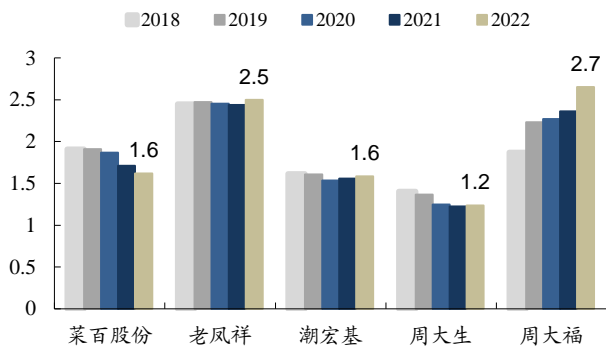
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图43: 2018-2022 年菜百股份与同业公司总资产周转率



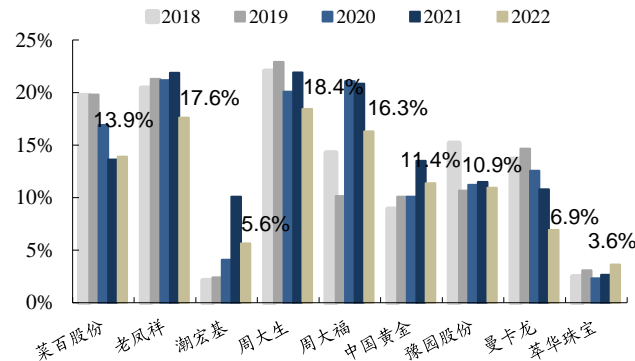
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图44: 2018-2022 年菜百股份与同业公司权益乘数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图45: 2018-2022 年主要黄金珠宝公司 ROE



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

分渠道来看:

1) 直营店渠道方面, 我们假设公司的北京总店的销售收入得益于线下场景的恢复, 叠加 2023 年金价上涨, 2023 年将保持较快的收入增长, 2024-2025 年保持稳定的增长, 其他的直营门店方面, 我们预计随着近年来公司渠道的异地扩张, 以及门店爬坡, 将保持更快的收入增长。合计来看, 我们预计直营店渠道在 2023-2025 年收入分别为 131.4/144.8/159.8 亿元, 同比增速分别为 41%/10%/10%。

2) 电商渠道: 电商渠道也是公司近几年发力的方向, 我们预计 2023-2025 年公司电

商渠道收入将保持较快增长，分别为 29.4/44.1/53 亿元，同比增速 100%/50%/20%。

3) 银行渠道：银行渠道方面我们预计将保持稳定的增长，不作为主要发展的渠道。

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入为 163/191/215 亿元，同比增速 48%/17%/12.5%。

表7: 菜百股份 2023-2025 年盈利预测 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	104.1	109.9	162.8	191.0	214.9
yoy	47.2%	5.6%	48.1%	17.3%	12.5%
直营店渠道	91.2	93.3	131.4	144.8	159.8
yoy	45.9%	2.3%	40.8%	10.2%	10.3%
电商渠道	10.9	14.7	29.4	44.1	53.0
yoy	58.2%	34.4%	100.0%	50.0%	20.0%
银行渠道	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0
yoy	65.7%	-1.9%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

菜百股份是我国比较典型有区域特色的黄金珠宝品牌，深耕北京多年，在北京地区的品牌认知度高，目前也在逐步跨区域扩张，已经在西安地区打开了市场，公司采用全直营模式，黄金产品占比高，业绩弹性大，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.5/8.5/9.8 亿元，同比增速 63%/13%/16%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 15/13/11 倍，我们选取 A 股行业龙头和有区域特色的黄金珠宝公司作为可比公司，可比公司 2023-2025 年的 PE 为 15/12/11 倍，菜百股份黄金产品占比高，全直营模式下向上弹性和空间更大，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8: 行业可比公司估值水平

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002345.SZ	潮宏基	60	6.77	2.0	4.0	5.0	30	15	12
002867.SZ	周大生	196	17.92	10.9	14.0	16.7	18	14	12
600612.SH	老凤祥	346	66.19	17.0	21.9	25.8	20	16	13
行业平均							23	15	12
605599.SH	菜百股份	109	14.05	4.6	7.5	8.5	24	15	13

数据来源：wind，东吴证券研究所，数据更新至 2023 年 9 月 15 日，其中潮宏基，周大生和老凤祥盈利预测来自东吴证券研究所

6. 风险提示

消费复苏不及预期: 国内宏观经济下行压力较大, 疫情对消费市场的负面影响仍然存在, 可能会导致消费市场回暖速度放缓, 公司收入增速也会随之放慢。

经营区域集中的风险: 公司销售区域主要集中在以北京市为核心的华北地区, 公司总店营收占比高。若华北地区经济环境、居民收入等发生重大不利变化, 或区域珠宝行业竞争加剧, 将给公司经营带来压力。

金价波动风险: 公司产品价格与金价高度相关, 若出现国际政治经济形势动荡引发金价剧烈波动, 黄金、铂金等原材料价格下跌将给经营业绩带来不利影响。

委托加工风险: 公司将珠宝首饰加工环节委托专业加工厂商进行生产, 如加工厂商延迟交货, 或加工工艺和产品质量达不到公司所规定的标准, 可能会影响公司经营。

菜百股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,154	21,918	12,760	24,896	营业总收入	10,990	16,279	19,100	21,486
货币资金及交易性金融资产	1,855	5,135	6,433	6,991	营业成本(含金融类)	9,757	14,450	16,958	19,034
经营性应收款项	253	8,898	2,320	9,749	税金及附加	197	326	382	430
存货	2,716	6,917	3,446	7,128	销售费用	351	423	497	559
合同资产	0	0	0	0	管理费用	100	114	134	150
其他流动资产	329	968	560	1,028	研发费用	10	8	10	11
非流动资产	329	325	319	313	财务费用	18	13	28	33
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	8	10	11
固定资产及使用权资产	226	214	202	189	投资净收益	54	49	34	32
在建工程	0	3	6	9	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	23	27	31	35	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	26	26	26	26	营业利润	617	1,002	1,136	1,314
其他非流动资产	55	55	55	55	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	5,483	22,243	13,079	25,209	利润总额	617	1,002	1,136	1,314
流动负债	2,008	18,374	8,358	19,503	减:所得税	156	251	284	328
短期借款及一年内到期的非流动负债	40	540	640	740	净利润	461	752	852	985
经营性应付款项	71	11,572	958	11,731	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	332	1,734	2,035	2,284	归属母公司净利润	460	751	851	984
其他流动负债	1,565	4,528	4,725	4,748	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.59	0.97	1.09	1.27
非流动负债	65	65	65	65	EBIT	581	966	1,129	1,314
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	664	992	1,157	1,342
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.22	11.23	11.21	11.42
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	4.19	4.61	4.46	4.58
其他非流动负债	40	40	40	40	收入增长率(%)	5.61	48.13	17.33	12.50
负债合计	2,073	18,439	8,423	19,568	归母净利润增长率(%)	26.57	63.18	13.37	15.63
归属母公司股东权益	3,407	3,800	4,652	5,636					
少数股东权益	2	3	4	5					
所有者权益合计	3,410	3,804	4,656	5,641					
负债和股东权益	5,483	22,243	13,079	25,209					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	607	3,123	1,213	480	每股净资产(元)	4.38	4.89	5.98	7.25
投资活动现金流	73	27	12	10	最新发行在外股份(百万股)	778	778	778	778
筹资活动现金流	(352)	130	73	68	ROIC(%)	12.82	18.47	17.48	16.81
现金净增加额	327	3,280	1,298	558	ROE-摊薄(%)	13.50	19.76	18.30	17.46
折旧和摊销	83	26	27	28	资产负债率(%)	37.81	82.90	64.40	77.62
资本开支	(48)	(22)	(22)	(22)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.75	14.55	12.84	11.10
营运资本变动	61	2,382	341	(534)	P/B (现价)	3.21	2.88	2.35	1.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>