

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）2023&24Q1 点评：23 年分红超预期，24Q1 获益金价上涨&行业景气、业绩表现亮眼

2024 年 4 月 29 日

事件：公司发布 2023&24Q1 业绩，2023 年实现营收 165.52 亿元，同增 50.61%，归母净利润 7.07 亿元，同增 53.61%，扣非归母净利润 6.58 亿元，同增 62.18%，经营活动现金流净额 6.91 亿元，同增 13.89%。24Q1 实现营收 63.16 亿元，同增 25.01%，归母净利润 2.72 亿元，同增 16.15%，扣非归母净利润 2.52 亿元，同增 17.99%，经营活动现金流净额 6.64 亿元，同降 22%。

点评：

在 2023 年利润增幅较大的情况下，仍然维持上市以来的高分红率。2023 年公司拟每 10 股派发现金红利 7 元（含税），累计分红金额 5.44 亿元（含税），分红率 77.03%。2021、2022 年分红率分别为 77.02%、77.76%。2023 年分红对应 4 月 26 日收盘价股息率为 5%。

分产品，黄金饰品和投资类产品贡献主要收入增长。24Q1 黄金类产品景气度延续。分产品，2023 年黄金饰品/贵金属投资产品/贵金属文化产品/钻翠珠宝/联营佣金分别贡献收入 61.59/88.84/11.09/2.14/1.73 亿元，同增 54.11%/55.79%/18.41%/0.07%/32.34%，毛利率分别为 17.85%/2.79%/14.16%/39.52%/95.72%，分别同比 -0.44/-0.01/+1.47/-3.59/+2.09PCT。2023 年黄金珠宝零售合计实现营收 165.39 亿元，同增 50.62%，毛利率 10.61%，同比-0.54PCT。24Q1 黄金珠宝零售/联营佣金收入 62.66/0.45 亿元，同比+25.45%/-14.32%。

分渠道，线下开店&电商渠道驱动收入增长。2023 年公司净开店 17 家，24Q1 净关店 1 家。截至 24Q1 期末，门店总数 86 家。我们预计公司未来将继续立足北京，拓展华北及西安、苏州、包头等北京以外区域，维持稳健的门店扩张速度。线上渠道表现亮眼，2023 年电商子公司实现营收 29.82 亿元，同增 102.55%，净利润 1794.58 万元，净利率 0.6%。公司线上渠道布局包括菜百首饰官方商城及在京东、天猫、抖音、拼多多等电商平台开设的 17 家线上店铺。

24Q1 毛利率同比下降主要受产品结构影响。2023/24Q1 销售毛利率分别为 10.68%/10.00%，同比-0.54/-1.38PCT，我们预计 24Q1 毛利率下降主要由于毛利率较低的投资类产品收入增速快于黄金首饰、贵金属文化产品等，以及黄金首饰中以旧换新需求提升较多，其毛利率低于直接销售黄金饰品。

24Q1 销售、管理费用率同比下降。2023/24Q1 销售费用率为 2.62%/2.26%，同比-0.58/-0.51PCT；管理费用率分别为 0.68%/0.56%，同比-0.23/-

0.14PCT。2023/24Q1 销售净利率分别为 4.29%/4.33%，同比+0.1/-0.34PCT。我们认为 24Q1 费用率下降主要由于收入端获益投资类黄金产品较快增长，使得收入增幅快于费用增幅，同时产品结构变化带来的毛利率下降为净利率下降的主要原因。

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 216/256/287 亿元，同增 31%/19%/12%，归母净利润 8.21/9.40/10.37 亿元，同增 16%/14%/10%，EPS 分别为 1.06/1.21/1.33 元，对应 4 月 26 日收盘价 PE 分别为 13/12/11X。

风险因素：金价剧烈波动，开店不及预期，电商盈利不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10,990	16,552	21,600	25,614	28,679
增长率 YoY %	5.6%	50.6%	30.5%	18.6%	12.0%
归属母公司净利润 (百万元)	460	707	821	940	1,037
增长率 YoY%	26.6%	53.6%	16.2%	14.4%	10.3%
毛利率%	11.2%	10.7%	9.8%	9.6%	9.5%
净资产收益率ROE%	13.5%	18.7%	17.7%	16.8%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.91	1.06	1.21	1.33
市盈率 P/E(倍)	23.60	15.36	13.22	11.55	10.47
市净率 P/B(倍)	3.19	2.87	2.34	1.94	1.64

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	5,154	6,027	7,537	9,046	10,619	
货币资金	1,563	1,732	2,007	2,540	3,348	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	253	235	301	358	401	
预付账款	0	26	39	46	52	
存货	2,716	3,233	4,276	5,080	5,693	
其他	621	800	915	1,022	1,125	
非流动资产	329	329	348	356	364	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	158	147	141	136	131	
无形资产	23	23	23	23	23	
其他	148	159	184	197	210	
资产总计	5,483	6,356	7,886	9,403	10,982	
流动负债	2,008	2,476	3,106	3,640	4,140	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	68	79	108	129	144	
其他	1,939	2,397	2,998	3,512	3,996	
非流动负债	65	90	134	164	194	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	65	90	134	164	194	
负债合计	2,073	2,566	3,240	3,804	4,334	
少数股东权益	2	6	10	15	20	
归属母公司股东权益	3,407	3,784	4,636	5,584	6,629	
负债和股东权益	5,483	6,356	7,886	9,403	10,982	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	10,990	16,552	21,600	25,614	28,679	
同比 (%)	5.6%	50.6%	30.5%	18.6%	12.0%	
归属母公司净利润	460	707	821	940	1,037	
同比	26.6%	53.6%	16.2%	14.4%	10.3%	
毛利率 (%)	11.2%	10.7%	9.8%	9.6%	9.5%	
ROE%	13.5%	18.7%	17.7%	16.8%	15.6%	
EPS (摊薄)(元)	0.59	0.91	1.06	1.21	1.33	
P/E	23.60	15.36	13.22	11.55	10.47	
P/B	3.19	2.87	2.34	1.94	1.64	
EV/EBITDA	9.66	9.77	7.78	6.42	5.28	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	10,99	16,552	21,600	25,614	28,679	
营业成本	9,757	14,785	19,484	23,150	25,943	
营业税金及附加	197	283	369	438	490	
销售费用	351	434	557	658	731	
管理费用	100	112	136	154	163	
研发费用	10	8	11	13	14	
财务费用	18	32	2	3	4	
减值损失合计	-6	-13	-8	-8	-8	
投资净收益	54	47	60	61	57	
其他	12	19	12	14	15	
营业利润	617	951	1,106	1,265	1,395	
营业外收支	0	1	1	1	1	
利润总额	617	952	1,106	1,266	1,396	
所得税	156	242	281	321	354	
净利润	461	710	825	944	1,042	
少数股东损益	1	4	4	5	5	
归属母公司净利润	460	707	821	940	1,037	
EBITDA	664	1,015	1,150	1,316	1,453	
EPS (当年)(元)	0.59	0.91	1.06	1.21	1.33	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	607	691	-139	151	435	
净利润	461	710	825	944	1,042	
折旧摊销	83	91	43	47	52	
财务费用	16	23	3	4	6	
投资损失	-14	-15	-60	-61	-57	
营运资金变动	61	-135	-953	-785	-609	
其它	0	16	3	2	2	
投资活动现金流	73	-127	-39	-43	-52	
资本支出	-48	-33	-47	-52	-57	
长期投资	-10	0	-50	-50	-50	
其他	131	-94	57	58	54	
筹资活动现金流	-352	-443	453	426	424	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-280	-358	-3	-4	-6	
现金流净增加额	327	121	274	534	807	

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。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

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。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达新消费团队，主要覆盖美护上游产业链。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

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。