

菜百股份 (605599.SH)

京城黄金珠宝老字号，全直营模式提质增效促成长

优于大市

核心观点

公司主营黄金珠宝首饰及贵金属投资产品业务，渠道以自营为主且全渠道经营打开成长空间。公司自2010年成为黄金珠宝专业经营公司，深耕以黄金为主的金银珠宝销售业务，2023年营收结构中，贵金属投资产品收入占比53.67%；黄金首饰业务占比37.21%。公司聚焦京津冀为核心区域，2023年华北区域收入占比87.2%，同时积极开拓跨区域市场。销售模式以直营为主，2023年线下渠道收入占比80.48%，拥有87家直营门店；线上渠道收入占比18.24%，2023年收入增速达到105.1%，助力公司打开成长空间。

金价上行与产品力提升共振，黄金产品需求向好。据欧睿国际数据，2023年中国珠宝首饰零售规模同比增长10.25%至8413亿，受益疫后婚嫁等刚性需求的释放，以及居民保值避险需求共振。未来一方面全球风险因素叠加，预计金价中长期仍稳步上行，有助于强化消费者对于黄金保值增值的印象，并且随着黄金产品设计感的提升，有望进一步拉高对黄金品类的消费偏好。此外，头部品牌通过加盟下沉以及线上拓展，有望持续提升市占率。

深耕黄金品类，全直营强品牌+线上打开成长空间。公司以全直营模式为特点，通过精细化的运营管理，实现提质增效带来高业绩弹性；并在深耕京津冀地区基础上推进跨区域扩张，2023年华北以外地区收入增长165.88%。产品端以黄金品类为核心，其中以贵金属投资品为主，充分受益当前金价上行趋势，同时依托灵活的套保政策带来额外投资收益。此外，积极开拓线上渠道打开成长空间，通过差异化产品以及直播等新兴平台布局实现快速破局。

盈利预测与估值：公司作为区域黄金珠宝龙头企业，未来线下渠道将继续加密华北区域强化龙头地位，并稳步推进异地扩张；同时线上积极拓展社媒、直播等流量模式，提供业绩新增量。行业层面，中长期金价稳步上行预期下也有助力拉升黄金珠宝消费，公司的全直营体系以及灵活套保策略，将为公司销售及盈利能力提升带来更为明显的提升弹性。我们预计公司2024-2026年分别实现归母净利润8.18/9.43/10.82亿元，综合绝对及相对估值，给予公司估值区间为16.3-18.13元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：金价大幅波动；黄金珠宝消费不及预期；线上渠道拓展不及预期；行业竞争环境恶化带来价格战、文中盈利预测假设不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,989.87	16,552.22	20,274.94	23,811.43	26,996.37
(+/-%)	5.61%	50.61%	22.49%	17.44%	13.38%
净利润(百万元)	460.13	706.79	817.82	942.58	1082.48
(+/-%)	26.42%	53.61%	15.71%	15.25%	14.84%
每股收益(元)	0.59	0.91	1.05	1.21	1.39
EBIT Margin	5.23%	5.62%	5.16%	5.15%	5.28%
净资产收益率 (ROE)	13.50%	18.68%	19.89%	21.00%	21.85%
市盈率 (PE)	24.70	16.08	13.89	12.06	10.50
EV/EBITDA	22.57	14.62	14.00	12.38	11.03
市净率 (PB)	3.33	3.00	2.76	2.53	2.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

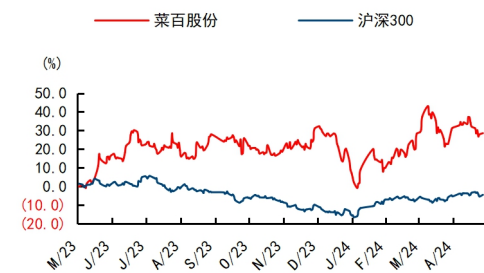
商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn S0980517070001
 证券分析师：柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	16.30 - 18.13元
收盘价	14.61元
总市值/流通市值	11363/8571百万元
52周最高价/最低价	17.08/10.69元
近3个月日均成交额	69.46百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《黄金珠宝行业点评-金价稳步上行催化板块行情，两会提案关注黄金珠宝消费税》——2024-03-11

内容目录

公司概况	5
公司历史沿革.....	5
公司经营概况.....	5
股权结构及管理层.....	7
财务分析.....	9
行业简析：金价上行与产品力提升共振，黄金产品需求向好	11
行业概况：零售规模稳步增长，黄金品类占比进一步提升.....	11
发展驱动：金价走强提振需求，渠道及产品力推动中长期发展.....	11
公司分析：渠道扩张潜力大，金价受益传导顺	15
线下渠道全直营强化品牌建设，异地扩张逐步推进.....	15
线上渠道增速快，突破地理限制以打开成长空间.....	17
金价传导较为直接：投资金占比高，灵活的套保政策给予加持.....	18
注重产品力提升：构建自主研发体系，多品牌策略覆盖不同需求.....	19
盈利预测	21
假设前提.....	21
未来三年业绩预测.....	23
盈利预测的敏感性分析.....	23
估值与投资建议	24
绝对估值：16.96-18.13 元/股.....	24
相对估值：16.30-17.88 元/股.....	25
投资建议.....	26
风险提示	27
附表：财务预测与估值	29

图表目录

图 1: 菜百股份历史沿革.....	5
图 2: 菜百股份营业收入及增速 (亿元、%)	5
图 3: 菜百股份归母净利润及增速 (亿元、%)	5
图 4: 菜百股份营业收入分产品占比 (%)	6
图 5: 菜百股份营业收入分产品增速 (%)	6
图 6: 菜百股份营业收入分区域占比 (%)	6
图 7: 菜百股份营业收入分区域增速 (%)	6
图 8: 菜百股份营业收入分渠道占比 (%)	7
图 9: 菜百股份营业收入分渠道增速 (%)	7
图 10: 菜百股份股权结构 (截至 2023 年底)	8
图 11: 菜百股份可比公司营业收入规模对比 (亿元)	9
图 12: 菜百股份可比公司营业收入增速对比 (%)	9
图 13: 菜百股份可比公司归母净利润规模对比 (亿元)	9
图 14: 菜百股份可比公司归母净利润增速对比 (%)	9
图 15: 菜百股份可比公司毛利率对比 (%)	10
图 16: 菜百股份可比公司销售费用率对比 (%)	10
图 17: 菜百股份可比公司存货周转率对比.....	10
图 18: 菜百股份可比公司应收账款周转率对比.....	10
图 19: 中国珠宝首饰零售规模 (亿元、%)	11
图 20: 基于不同金属材质的黄金珠宝产品销售占比 (%)	11
图 21: 上金所 au99.99 收盘价 (元/克)	12
图 22: 周大生素金产品占营收比重变化 (%)	12
图 23: 金价变动对于黄金珠宝零售企业的影响.....	12
图 24: 零售商黄金产品库存分类 (按价值)	13
图 25: 不同黄金产品对总体利润的贡献分值排名.....	13
图 26: 金银珠宝网上零售额及增速 (亿元、%)	14
图 27: 世界各国 2023 年珠宝消费线上渠道占比 (%)	14
图 28: 黄金珠宝企业净开店情况 (家)	14
图 29: 中国黄金珠宝行业前五大品牌市占率变化 (%)	14
图 30: 公司北京总店销售额及增速 (亿元、%)	16
图 31: 公司北京总店系列珠宝矿石展览.....	16
图 32: 菜百各电商平台粉丝数量 (万名)	17
图 33: 菜百股份线上销售收入及增速 (亿元、%)	17
图 34: 抖音珠宝配饰大类直播&视频销售额占比趋势变化 (%)	18
图 35: 菜百股份直播渠道布局.....	18
图 36: 菜百股份的黄金租赁业务流程.....	19
图 37: 公司 T+D 业务产生的投资收益/公允价值变动收益.....	19

图 38: 菜百股份产品设计流程.....	20
图 39: 菜百京承百韵系列及古法黄金系列.....	20
表 1: 菜百股份主要管理层及持股情况.....	8
表 2: 不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体差别.....	13
表 3: 中国黄金珠宝企业自营和加盟模式的对比.....	15
表 4: 公司门店数量的区域分布 (家)	16
表 5: 菜百股份设计模式.....	19
表 6: 菜百股份旗下品牌介绍.....	20
表 7: 菜百股份营业收入分拆预测.....	22
表 8: 菜百股份未来三年盈利预测 (百万元、%)	23
表 9: 菜百股份盈利预测的情景分析 (乐观、中性、悲观)	24
表 10: 菜百股份盈利预测假设条件 (%)	25
表 11: 资本成本假设.....	25
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	25
表 13: 可比公司 2021-2023 年财务数据对比 (%)	26
表 14: 可比公司估值.....	26

公司概况

公司历史沿革

公司前身源于 1956 年设立的北京市宣武区菜市口百货商场，从事百货商品经营业务，1985 年开始发展黄金饰品零售业务。2001 年公司注册“菜百”首饰商标，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，公司自 2010 年成为黄金珠宝专业经营公司，2021 年在上交所上市。

公司目前经营品类包括黄金饰品、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，除主品牌“菜百首饰”外，还拥有专注于古法黄金的子品牌“菜百传世”、专注于时尚轻奢珠宝的子品牌“菜百悦时光”。渠道方面以直营为主，销售网络主要包括线下直营店渠道、银行渠道和线上电商渠道等，截至 2023 年，拥有 87 家直营连锁门店，其中北京市门店 59 家。

图1: 菜百股份历史沿革

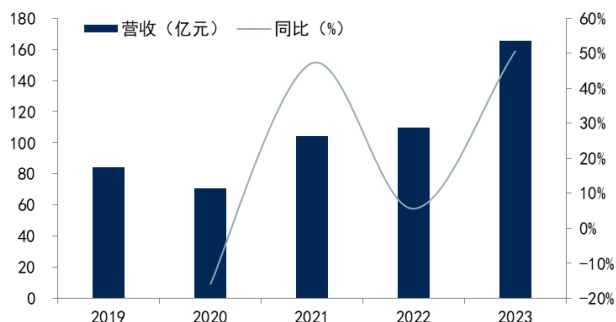


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司经营概况

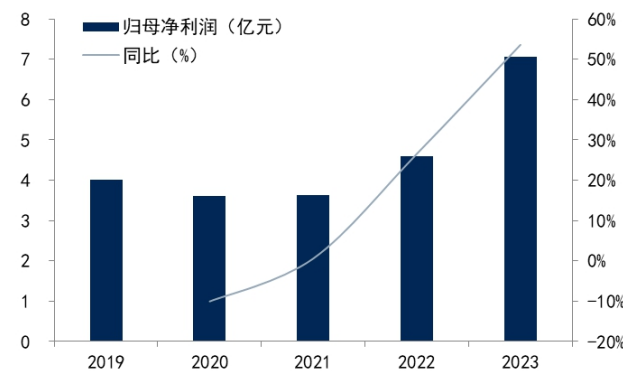
经营业绩方面，公司 2023 年实现营收 165.52 亿元，同比+50.61%，归母净利润 7.07 亿元，同比+53.61%，扣非净利润 6.58 亿元，同比+62.18%。此外，公司 2020-2022 年在外部疫情等因素影响下业绩也表现较为稳健，经营韧性强，三年营收复合增速 24.7%，归母净利润复合增速 12.78%。

图2: 菜百股份营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 菜百股份归母净利润及增速（亿元、%）

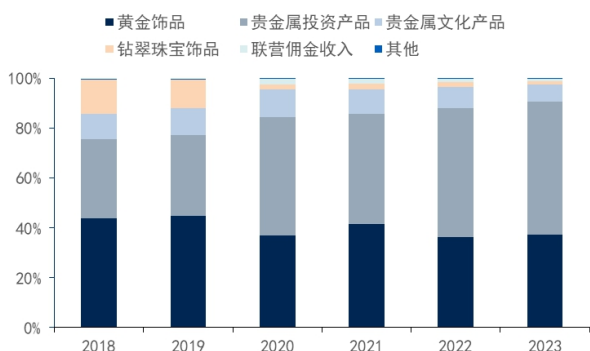


资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 产品特征：以贵金属投资产品和黄金饰品为收入核心来源

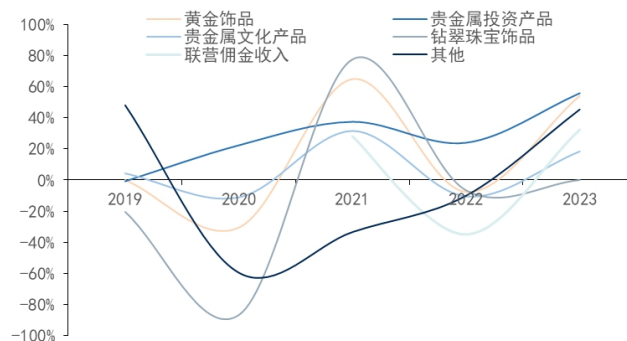
收入结构看，2023年贵金属投资产品营业收入88.84亿元，同比+55.79%，收入占比53.67%，较2022年提升1.78pct，受益金价上行及居民抗风险投资需求增加，投资产品近年来占比持续提升。2023年公司黄金饰品营业收入61.59亿元，同比+54.11%，收入占比37.21%，较2022年提升0.84pct，近两年整体处于相对稳定状态。贵金属文化产品/钻石珠宝首饰/联营佣金收入2023年收入占比分别为6.7%/1.3%/1.05%。受消费力影响以及消费者对钻石等高溢价品类的态度转变，钻石珠宝首饰占比持续降低。

图4：菜百股份营业收入分产品占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：菜百股份营业收入分产品增速（%）

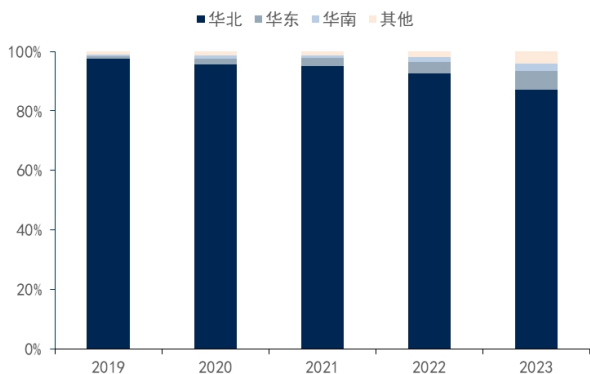


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 区域特征：立足北京核心辐射华北区域，全国拓展逐步推进

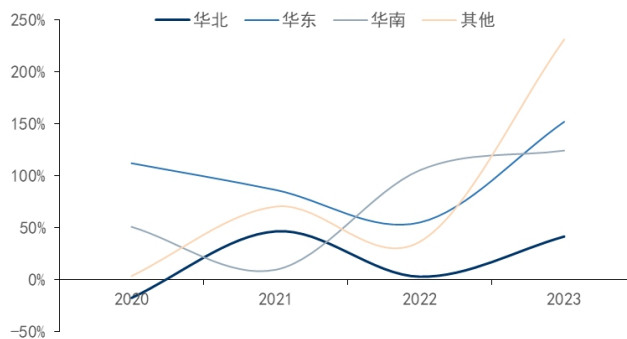
总体上，公司在以北京为核心的华北地区取得了广泛的品牌知名度和影响力，公司2023年华北市场收入占比87.2%，其中又以北京区域占比较高。在不断加密京津冀门店布局的同时，公司也积极开拓其他区域市场并深耕培育，提升门店拓展质量，现已在西安、苏州、包头开设数家门店。并利用电商渠道扩大销售区域，2020年、2021年、2022年、2023年华北以外地区销售收入分别较上年同期增长74.26%、66.45%、71.88%和165.88%。

图6：菜百股份营业收入分区域占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：菜百股份营业收入分区域增速（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

其中位于北京的总店作为公司最大的单体门店，营业面积达 8800 平方米，具备产品款式更加丰富、购物体验更加多元化等天然优势。2023 年公司北京总店收入 87.88 亿元，占比超过 50%。

◆ 渠道特征：全直营模式精细化运营，电商渠道成长快

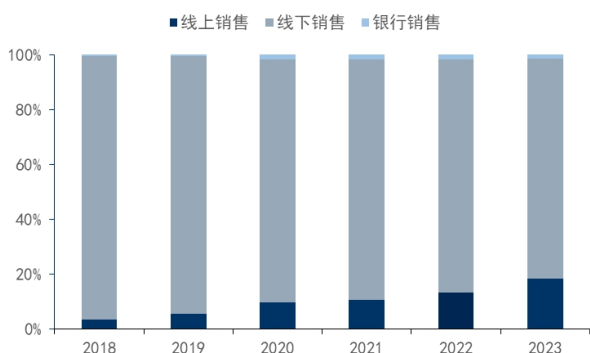
公司采用全渠道营销策略，且不同于多数黄金珠宝零售企业，公司坚持全直营的经营模式，秉承经营效率和单店效益领先的原则，保持以稳健发展的策略深耕市场，持续优化整体门店运营质量和市场布局。

线下门店渠道：截至 2023 年末，公司拥有包括覆盖北京各行政区和天津、河北、包头、西安、苏州的 87 家直营连锁门店，2023 年实现销售额 133.11 亿元，2020-2023 年复合增速 28.64%，占总销售额的比例为 80.48%。

线上电商渠道：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、直播销售等在内的覆盖全国市场的线上销售网络；2023 年取得收入 30.17 亿元，占比 18.24%；2020-2023 年复合 63.36%，主要受益于消费渠道变迁及公司积极推动电商渠道建设，包括推进直播合作和私域运营等。

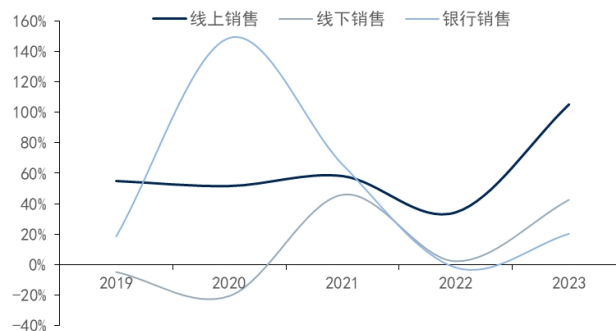
此外，公司与北京农村商业银行、北京银行等多家银行开展合作，利用银行渠道体系完善、网点众多的优点，在银行网点开展销售。2023 年取得收入 2.10 亿元，占比 1.27%；2020-2023 年复合增速 25.06%。

图8: 菜百股份营业收入分渠道占比 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 菜百股份营业收入分渠道增速 (%)

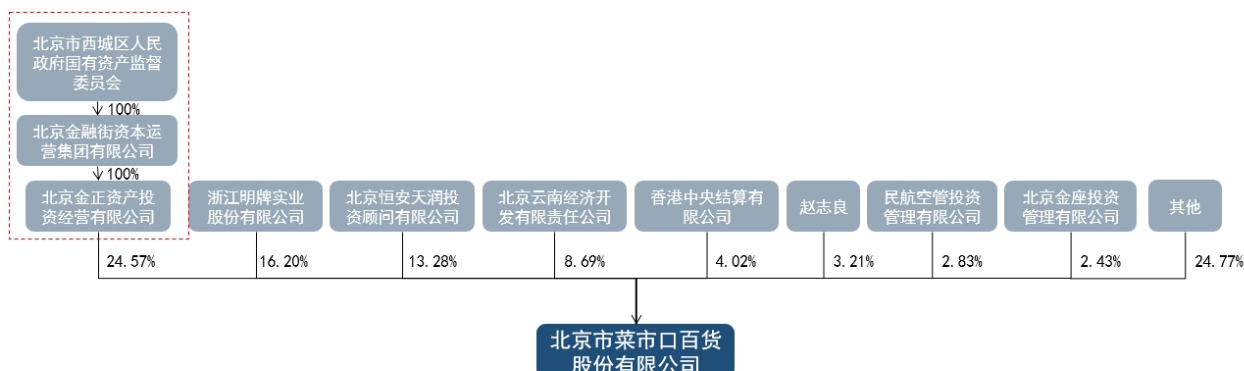


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层

股权结构方面，截止 2023 年底，公司第一大股东为北京金正资产投资经营有限公司，持股比例为 24.57%，实际控制人则为北京市西城区国资委。其余前四大股东分别为浙江明牌实业股份有限公司、北京恒安天润投资顾问有限公司、北京云南经济开发责任公司，分别持股 16.2%/13.28%/8.69%。

图10: 菜百股份股权结构（截至 2023 年底）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理层背景看，董事长赵志良为高级黄金投资分析师，自 1974 年起便在公司前身（北京市宣武菜市口百货商场）任职，2005 年至今任公司董事长。总经理王春利为高级黄金投资分析师、HRD 国际注册高级钻石分析师，历任菜百商场售货员、核算员、黄金商品部主任，2005 年至今任公司总经理。此外，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。

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 年开始，菜百股份同意职工持股会将其持有的公司 13.25% 的股份，还原登记为职工持股会的全体会员（752 名）直接持有。除了员工广泛持股之外，公司对核心管理人员，为了激励其带领公司良性发展而进行了额外激励。截至 2023 年末，董事长赵志良、总经理王春利分别持股 2499.6 万股/1600.5 万股，持股比例分别为 3.21%/2.06%。**通过员工持股，公司有效绑定核心人才，保障可持续发展。**

表1: 菜百股份主要管理层及持股情况

姓名	职位	履历	持股数量（万股）	持股比例
赵志良	党委书记、董事长	高级黄金投资分析师，现任公司党委书记、董事长。曾任公司团支委书记等职务。	2499.59	3.21%
王春利	党委副书记、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。现任公司党委副书记、董事、总经理。曾任公司售货员、核算员、黄金商品部主任、副总经理、党总支副书记，深圳市菜百黄金珠宝有限公司总经理，北京菜百电子商务有限公司董事长等职务。	1600.45	2.06%
谢华萍	董事、分管原料交易等的常	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，1996 年起便在公司任职。	128.66	0.17%
宁才刚	分管物流中心、电商子公司	高级黄金投资分析师、贵金属首饰与宝玉石检测员二级技师，1998 年起便在公司任职。	128.66	0.17%
李运祉	副总经理、董事会秘书	NGTC 高级钻石分级师资格、贵金属首饰与宝玉石检测员二级技师。2010 年至今任董事会秘书、副总经理。	20.54	0.03%
时磊	分管总店经营、设计、研发	1996 年至今，历任公司营业员、黄金部主任、经营管理部副经理等职务。	128.53	0.17%
董振邦	分管市场拓展、连锁二部的	曾任公司营业员、足金部见习副主任、团总支书记、商品部主任等职务。	65.00	0.08%
杨娜	分管品牌推广、连锁一部	曾任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、总经理助理等职务。	45.81	0.06%

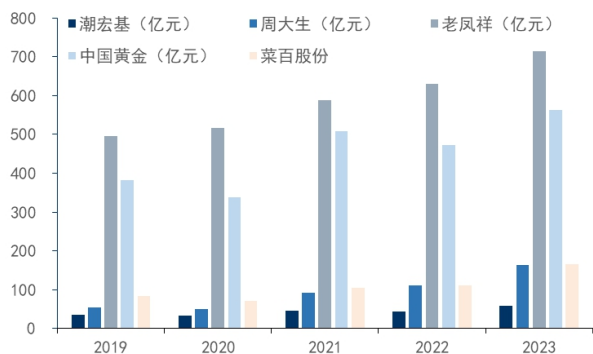
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：持股比例取自 2023 年年报

财务分析

◆ 经营规模及成长性分析

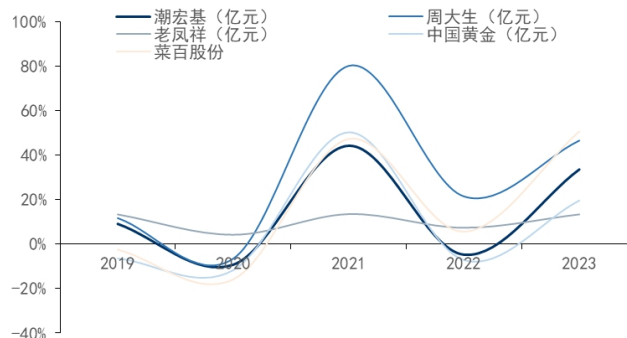
收入规模方面，公司 2023 年营收 165.52 亿元，在上市可比公司中排名中游。利润规模方面，公司 2023 年归母净利润 7.07 亿元，整体规模在可比公司中较低，主要系公司以黄金首饰及贵金属投资品为主，毛利率较低。

图11: 菜百股份可比公司营业收入规模对比（亿元）



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

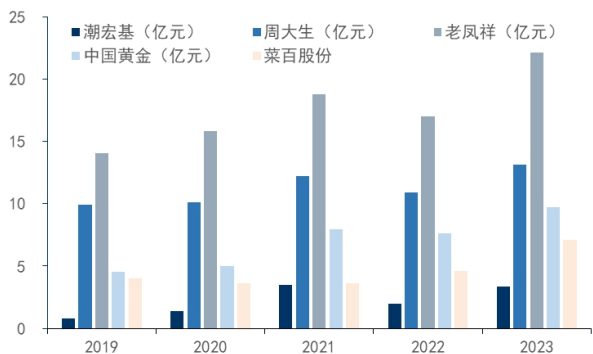
图12: 菜百股份可比公司营业收入增速对比（%）



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

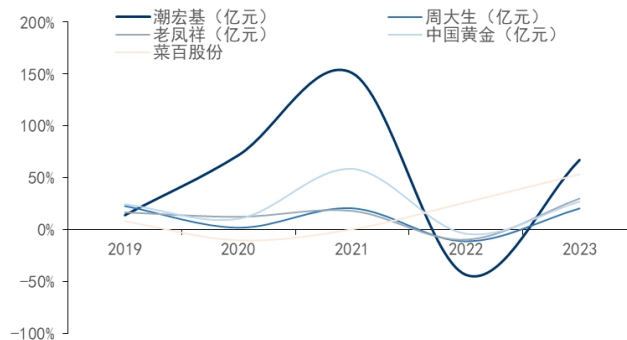
从增速角度看，公司 2020–2023 年营收复合增速为 32.8%，在可比公司中表现优异，特别是在疫情期间营收增速仍保持稳定。公司较好的把握了消费复苏机遇推进产品升级及渠道扩张，同时受益金价向上带来的销售增长。公司利润增速同样表现领先，2023 年归母净利润增速达到 53.61%，在可比公司中位居第一，受益产品升级带来的毛利率提升及金价稳步上行带来的利润提振。

图13: 菜百股份可比公司归母净利润规模对比（亿元）



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 菜百股份可比公司归母净利润增速对比（%）



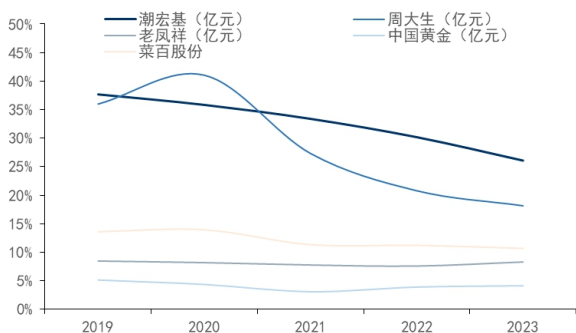
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利能力分析

毛利率方面各公司受产品结构差异以及渠道差异影响而有所不同。从产品维度来看，一般而言钻石镶嵌毛利率较高，较高的可达到 60%以上，黄金产品毛利率多低于 20%，其中一口价和按克销售产品存在一定差异。从销售模式来看，直营销售毛利率一般较加盟模式高。

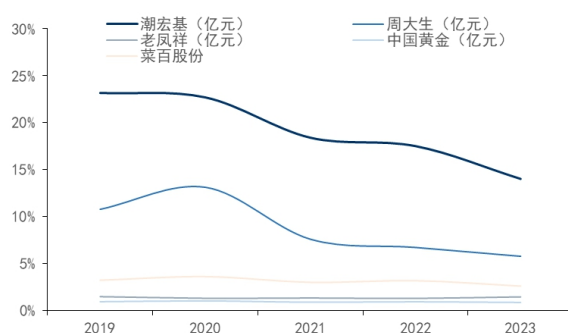
菜百股份 2022 年/2023 年毛利率分别为 11.22%/10.68%，在可比公司中领先于同样以黄金产品为主的老凤祥及中国黄金，主要受益公司以直营销销售为主，而潮宏基和周大生的镶嵌/K 金等毛利率较高的产品均占有一定比例，故毛利率较高。如潮宏基 2022 年时尚珠宝首饰收入占比 56.18%，该产品毛利率达到 35.27%。

图15: 菜百股份可比公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 菜百股份可比公司销售费用率对比 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

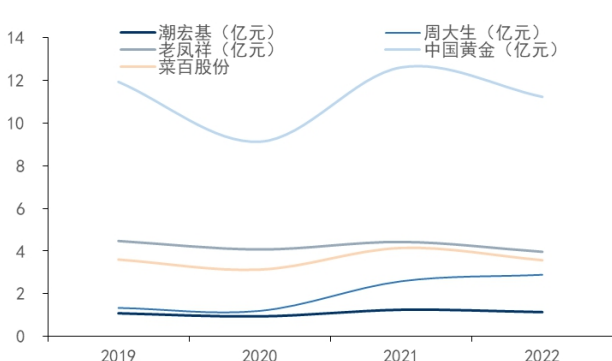
费用率方面，从商业模式来看，直营模式下一般费用率较高，品牌商需自行承担门店人员工资、租金、水电等。此外，产品维度看，黄金产品消费者接受度高，主动购买意愿强，销售费用一般低于其他品类，镶嵌及 K 金首饰的广告营销费用相对较高。基于以上分析可以看到，公司销售费用率近年来在 2.6%-3%，在以黄金为主的企业中高于老凤祥及中国黄金，主要系直营模式影响。同时低于周大生、潮宏基等镶嵌及 K 金首饰占比较高的企业。

◆ 营运能力分析

从主要营运指标上看，存货周转方面，菜百股份 2022 年/2023 年存货周转率分别为 3.58/4.97 次，从产品属性的角度看，黄金产品销售周期相对较短，周转速度快，尤其是金条类产品，这其中中国黄金 2023 年存货周转率达到 12.81 次/年。

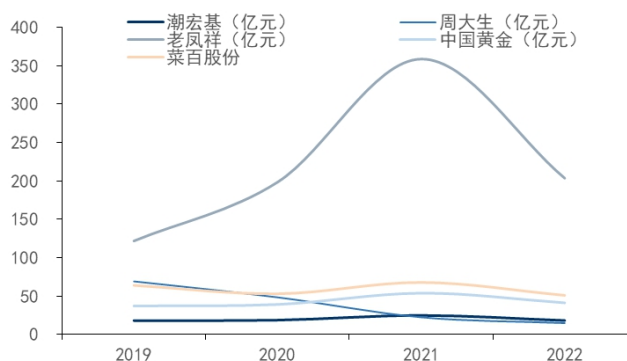
应收账款周转方面，公司以直销模式进行销售，面向消费者进行现款现结，产生的应收账款较少，且黄金的内在属性带来产品周转较快，故公司应收账款周转率较高。

图17: 菜百股份可比公司存货周转率对比



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 菜百股份可比公司应收账款周转率对比



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

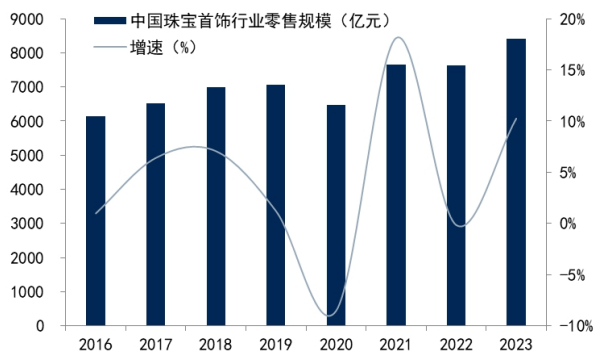
行业简析：金价上行与产品力提升共振，黄金产品需求向好

行业概况：零售规模稳步增长，黄金品类占比进一步提升

据欧睿国际数据，2023年中国珠宝首饰行业零售规模8412.99亿元，同比增长10.25%，疫情后实现了较好的复苏表现，受益婚嫁等刚性需求的释放，以及保值避险和个性配饰的双重需求共振等因素共振。总体上，过去数年中国珠宝首饰零售规模增长表现平稳，2019-2023年复合增速为4.43%。

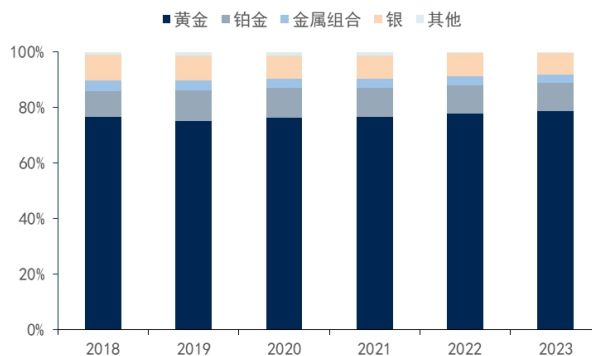
具体品类结构看，在金价上行及消费者追求保值增值的需求推动下，黄金产品占比进一步提升。据欧睿国际数据，2021-2023年基于黄金材质的产品销售占比分别为76.7%/77.8%/78.8%，而铂金材质的产品销售占比有所下降，2021-2023年占比分别为10.4%/10.3%/9.9%。

图19：中国珠宝首饰零售规模（亿元、%）



资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

图20：基于不同金属材质的黄金珠宝产品销售占比（%）



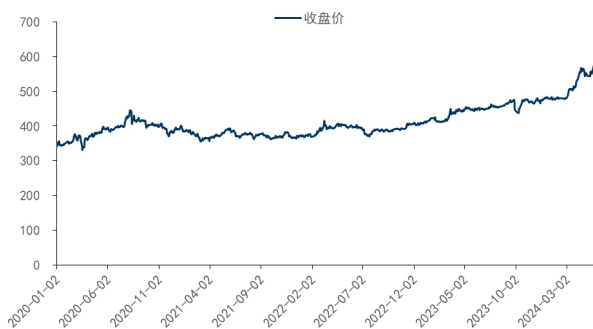
资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

发展驱动：金价走强提振需求，渠道及产品力推动中长期发展

◆ 金价稳步上行，利好黄金珠宝企业业绩增长

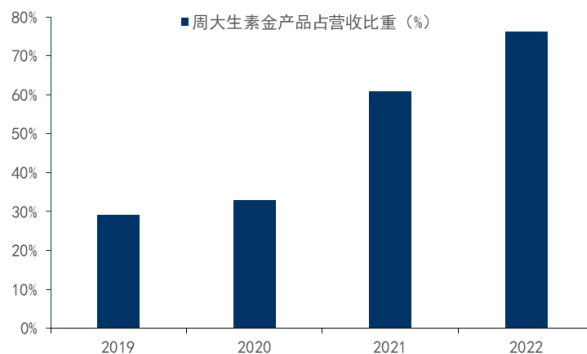
在全球避险情绪增加及美联储降息预期下，近两年金价整体取得稳步上涨表现。2024年5月24日上金所au99.99收盘价551.43元/克，2024年以来涨幅15.18%，2023年全年涨幅17%。而金价的波动与黄金珠宝企业的基本面日益相关，尤其是随着近年来头部黄金珠宝零售企业通过积极开拓黄金品类布局，金价对于其终端销售业务影响也日益加大。

图21: 上金所 au99.99 收盘价 (元/克)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 周大生金产品占营收比重变化 (%)



资料来源: 周大生公告、国信证券经济研究所整理

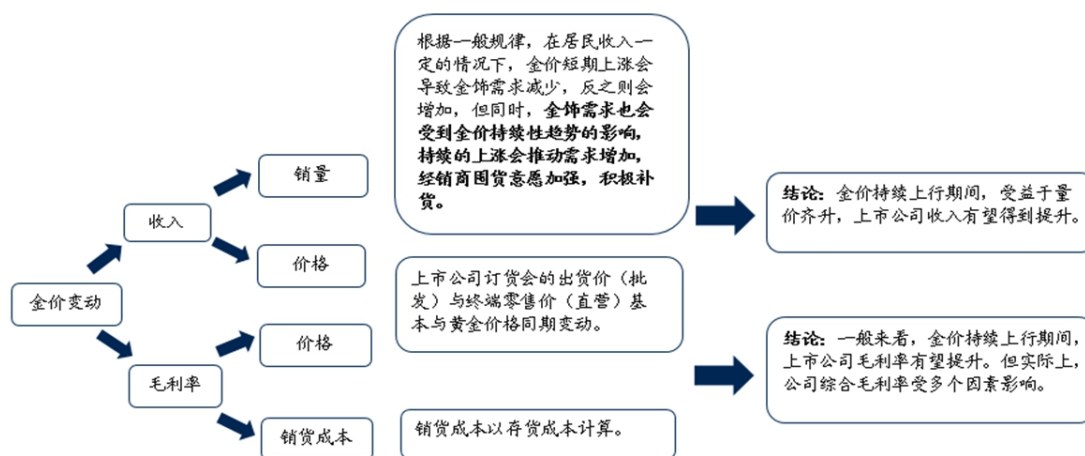
通常来看黄金具备两大属性: 即消费属性以及投资属性。

1) 作为消费属性, 金价上行对于销售端的直接影响相对不明显, 但间接来看, 在当前性价比消费趋势下, 消费者十分重视每一份支出下所获取产品的价值感, 而持续上行的金价有助于夯实产品实际价值, 再加上当前黄金产品本身设计感的提升, 使得黄金在越来越多场景下实现了对镶嵌等过高溢价品类的需求替代。

2) 作为投资属性, 对于开展投资金业务占比较高的企业影响更为明显。特别是在金价现阶段进入高位震荡期间, 无论价格上行还是下行, 都能够激发追涨及抄底的交易热情, 从而带动相关企业投资金业务持续受益。

此外, 毛利率角度看, 国内珠宝品牌在运营中通常会保有大量黄金库存, 包括金锭原料、金饰在产品和成品, 销货成本以存货成本计算。因此一般来看, 金价的持续上涨下公司的毛利率将有望得到提升。投资收益角度, 当前黄金珠宝企业的套保措施较为灵活, 而基于当前金价走势的判断, 通过灵活调整也有望带来一定额外投资收益。如菜百股份 2022 年/2023 年 T+D 业务带来的投资收益分别为 1.19/1.91 亿元

图23: 金价变动对于黄金珠宝零售企业的影响



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析整理

◆ 产品工艺升级及设计美感提升，推动消费需求持续增长

目前消费者购买黄金饰品时，除看重保值增值功能外，也更为关注其饰品特征，对于工艺设计感有了更高的期待，尤其是年轻消费者崛起，更为注重产品的个性化和设计美感。在此背景下，各品牌方也在积极改进黄金生产技术，进行创意设计 & 研究，以契合终端消费者需求，如古法金、3D 硬金和 5G 黄金等多种黄金饰品近年受到消费者的青睐。

具体来看，普通黄金产品易变形且产品款式单一，而古法金饰品传承传统古法手工制金工艺，风格更加国潮化，做工更加细腻精致、呈现质感更加独特；3D 硬金饰品硬度高，产品具备立体感；5G 黄金饰品硬度高、质感足、款式时尚感强。

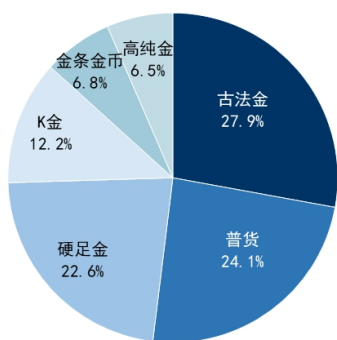
表2: 不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体差别

产品品类	工艺	产品特点	主要消费群体
普通足金饰品	现代机械加工工艺	硬度不高，产品易变形；产品款式单一	消费群体覆盖广泛
古法金饰品	以传统古法手工制金工艺为主，辅以现代机械加工工艺	古色古香，整体呈现哑光质感；细节处理更加精致；融合传统元素，更具文化内涵和收藏价值	消费群体覆盖广泛，但由于平均客单价较高，主力消费人群为消费能力较强的 30-45 岁人群
3D 硬金饰品	现代机械加工工艺	同体积下重量仅为普通足金的 30%；硬度高，不易变形，具有高耐磨性；极具立体感	以年轻时尚消费人群为主
5G 黄金饰品	现代机械加工工艺	耐磨性强、纯度高、韧性强、硬度高、重量轻、质感足、色泽亮、款式时尚感强	以年轻时尚消费人群为主

资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、国信证券经济研究所整理

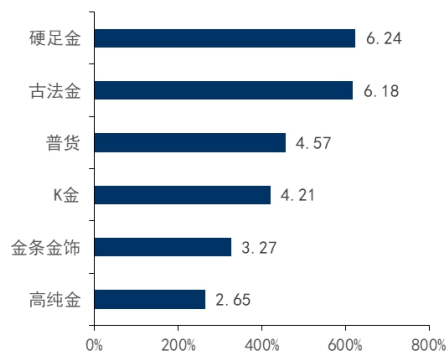
从终端门店的货品结构可以看出，古法金及硬足金等工艺产品的销售贡献进一步增加。据世界黄金协会统计数据，2023 年古法金已成为门店库存（按金额）中占比最高的产品，达到 27.9%。近年来开发的重量更轻、镶嵌其他宝石或珐琅的古法金产品也较受消费者青睐。硬足金占比也不断提升，达到 22.6%。硬足金产品的高硬度使其在产品设计上更具有灵活性，以各类创新的时尚造型吸引了年轻消费群体。对于企业而言，在同质化较为严重的黄金产品零售行业，设计属性更强的产品有助于提升企业差异化竞争优势，及以较强的设计感获得更高的利润贡献。

图24: 零售商黄金产品库存分类（按价值）



资料来源：中国黄金报社、世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

图25: 不同黄金产品对总体利润的贡献分值排名



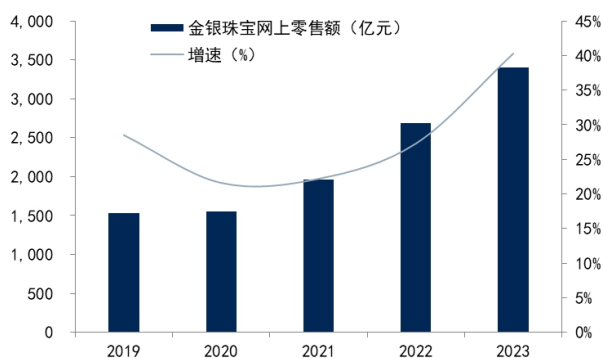
资料来源：中国黄金报社、世界黄金协会、国信证券经济研究所整理
注：基于样本平均分

◆ 渠道扩张：线上渠道增速加快，下沉开店扩张仍有空间

从成长性角度来看，线上渠道销售占比有所提升，实际消费数据可以看到，电商业态有效推动了行业规模增长。据中国珠宝玉石首饰行业协会发布的数据，2023 年珠宝电商销售额约 3398 亿元，同比增长 40.3%。

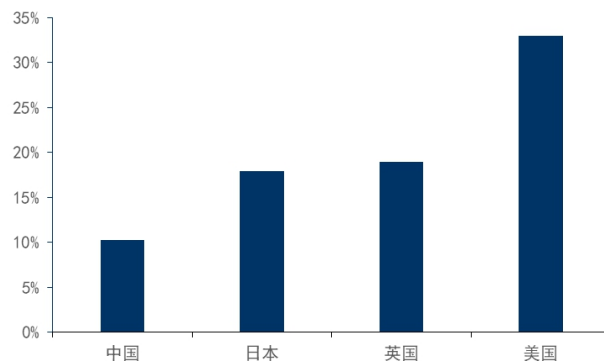
根据欧睿国际数据，我国线上渠道占比 2023 年仍仅为 10.2%，与海外成熟国家比较来看，行业线上渠道未来仍有一定提升空间：2023 年美国/英国/日本珠宝消费线上渠道占比分别为 32.9%/18.9%/17.9%。我们认为，由于消费习惯和偏好的差异，未来我们国家的黄金珠宝消费仍将以线下渠道为主，但随着悦己产品的需求提升，线上渠道占比有一定提升空间。

图26: 金银珠宝网上零售额及增速（亿元、%）



资料来源：中国珠宝首饰行业协会、国信证券经济研究所整理

图27: 世界各国 2023 年珠宝消费线上渠道占比（%）

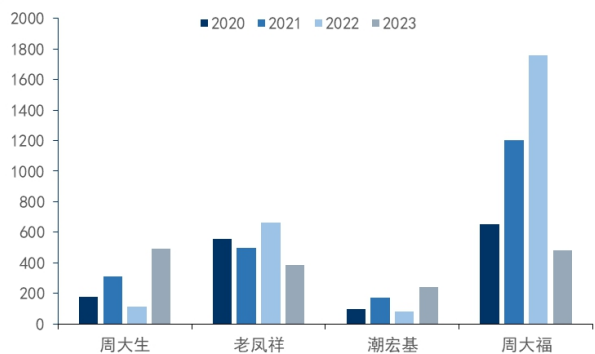


资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

线下开店方面，整体上看黄金珠宝行业属于传统行业，在有限的行业蛋糕扩大之外，对于企业发展更核心的在于市占率的获取，这一过程中渠道的扩张显得尤为关键。而结合一二线龙头企业当前的门店数量看，未来在下沉市场仍有拓展空间，包括增量开店及抢占当期珠宝品牌的存量门店。

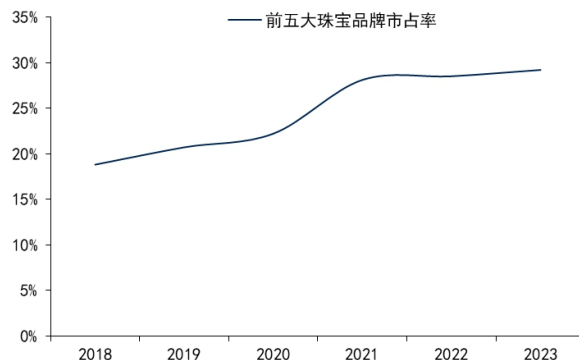
龙头企业凭借在产品力、加盟管理等方面的优势，近年来仍保持稳健扩张节奏。老凤祥 2020-2023 年分别净开店 557/495/664/385 家；周大生 2020-2023 年分别净开店 178/313/114 家；周大福 2020-2023 年分别净开店 653/1204/1758/481 家。龙头企业的市场份额也在进一步提升，据欧睿国际数据，中国黄金珠宝行业前五大品牌市占率从 2018 年的 18.8%提升至 2023 年的 29.2%。

图28: 黄金珠宝企业净开店情况（家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图29: 中国黄金珠宝行业前五大品牌市占率变化（%）



资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

公司分析：渠道扩张潜力大，金价受益传导顺

线下渠道全直营强化品牌建设，异地扩张逐步推进

我国珠宝零售商销售模式主要分为自营和加盟两种：1) 自营模式：方便公司进行质量管控，有利于打造品牌形象，但对珠宝首饰企业的资金实力和扁平式渠道管理能力要求较高；2) 加盟模式：有利于品牌迅速扩张、获取市场份额，但同时要求企业具有较好的加盟商管理能力和品牌维护能力。

直营模式优势在于可在产品质量、服务质量等方面实现良好控制，使消费者在公司全销售渠道得到一致性的良好购物体验。

表3: 中国黄金珠宝企业自营和加盟模式的对比

销售模式	简介	优劣势	盈利模式	代表企业
自营渠道	公司以设立商场专柜、旗舰店或专卖店的方式进行铺货销售	方便质量管控,有利于打造品牌形象,但资金实力和扁平式渠道管理能力要求较高	产品零售	Tiffany、Cartier、菜百股份、周大福等
加盟渠道	加盟商在品牌方授权下开设加盟店,品牌方根据协议提供指导、培训、装修等服务	有利于品牌迅速扩张、获取市场份额,但同时要求企业具有较好的加盟商管理能力和品牌维护能力	产品批发收入、收取加盟费	周大生、老凤祥等

资料来源：周大生公司公告、国信证券经济研究所整理

公司作为直营模式的代表性企业，目前已经形成了一套有菜百特色的、标准化、可复制的直营连锁经营模式，包括原料采购、产品设计、商品质量控制、服务承诺体系、门店标准化管理、信息系统支持、产品设计等。同时，公司可以更为直接的获得消费者需求反馈，并快速传导至供应链端、设计端、运营端，更灵活的调整产品、适应市场，从而促进整体销售业绩。

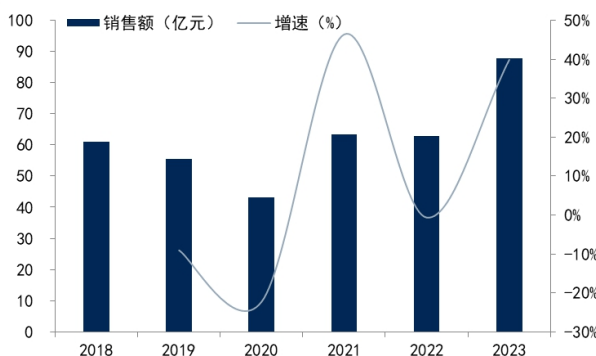
➤ 总店优势不断强化，区域辐射效应显著

公司北京总店营业面积达 8800 平方米，是行业内领先的单店最大规模门店。2023 年销售额达到 87.88 亿元，占公司收入比重超过 50%，同比增长 40%，每平方米营业面积销售额达到 99.86 万元。而从未来发展空间来看，通常黄金珠宝企业的线下门店的获客销售受制于区位辐射半径，单店存在销售天花板，但是菜百凭借在当地的深厚品牌底蕴，不断扩大的店铺的客群辐射的广度和精度；同时，公司以精细化的门店运营能力，加强了消费者单客价值的挖掘，从而在量价两端助力不断打破门店销售天花板。具体来看：

1) 首先，公司是商务部第一批命名的“中华老字号”企业，并于 2004 年被授予“中国黄金第一家”的称号，公司在华北地区品牌影响力极强，特别是在北京当地核心的中老年消费人群心智中占据了核心地位，而这部分消费人群具有品牌粘性高，黄金核心品类消费能力强的特征。

2) 其次，创新“馆店结合”模式，能够加强品牌辐射效应，总店也是在北京市文物局备案的国有博物馆——“北京菜百黄金珠宝博物馆”，通过馆店结合的运营模式，为黄金珠宝爱好者提供体验式服务，构筑沉浸式情景化购物场景。

图30: 公司北京总店销售额及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图31: 公司北京总店系列珠宝矿石展览



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

3) 数字化转型升级, 门店精细化管理。公司建立数字化会员体系 (截至 2023 年末公司注册会员人数约为 343 万名), 通过快速分析了解客户需求和消费特点, 向产品和销售端形成及时反馈。同时, 公司已经建立标准化服务及人员培训管理标准。公司对直营店进行标准化的店面管理及销售人员服务技能培训, 执行 33 项服务承诺并跟踪并顾客反馈, 持续提升服务质量, 沉淀忠实的客户群体。

➤ **异地开店循序渐进, 区域加密与异地扩张协同推进**

在成熟可复用的直营管理体系下, 近年来公司也依托北京总店的经验和优势, 逐步推进异地扩张。异地扩张方面, 公司构建了以京津冀为核心, 逐步拓展至西北地区、华东地区的线下直营连锁门店布局。

一方面, 公司仍在不断加密京津冀的门店布局, 2022/2023 年在华北地区分别净开店 5/16 家, 占当期净开店的 45%/94%, 2023 年期末门店数量 78 家, 占公司门店总数的 90%。通过区域门店加密, 可以进一步强化公司基本盘地区的知名度和销售覆盖精度。

另一方面, 公司也在稳步推进全国布局, 门店逐步覆盖了陕西西安、江苏苏州和内蒙古包头, 为收入增长提供了新的增量, 2021-2023 年公司在华北以外地区销售收入分别较上年同期增长 61.41%/58.76%/165.88%, 收入占比从 2021 年的 4.81% 增长至 2023 年的 12.8%。

表4: 公司门店数量的区域分布 (家)

	2021	2022	2023
北京	46	51	59
河北省	9	9	15
天津市	2	2	4
陕西省	0	5	6
江苏省	1	2	2
内蒙古自治区	1	1	1

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司异地扩张的门店在爬坡期均取得较好的坪效增长表现, 有效提供了业绩增量。如公司 2022 年进入西安市场, 截止 2023 年底共拥有 6 家门店, 2023 年每平方米营业面积销售额的增长率达到 413.18%; 2021 年进入苏州市市场, 2022 年每平方米营业面积销售额的增长率达到 410.26%。

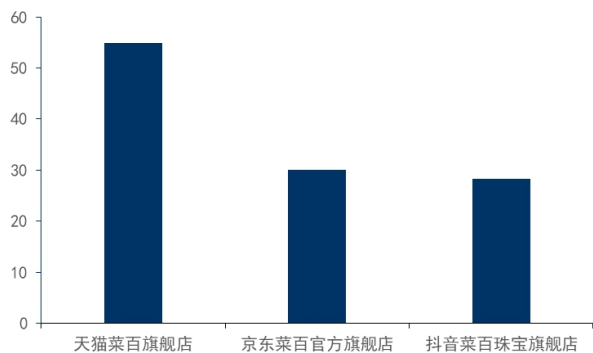
随着公司异地经营的逐步成熟，为公司跨区域门店运营积累了品牌营销、门店管理等方面的宝贵经验和人才团队，从而为公司未来进一步异地扩张打下基础。此外，精细化的提升经营效益。

线上渠道增速快，突破地理限制以打开成长空间

对于黄金珠宝企业而言，电商渠道的发展有其必要性：在代际消费变迁中，年轻一代成为了主力消费群体，他们偏好的消费渠道为线上。长期来看，电商的布局也将有利于打开本土品牌的渠道天花板。

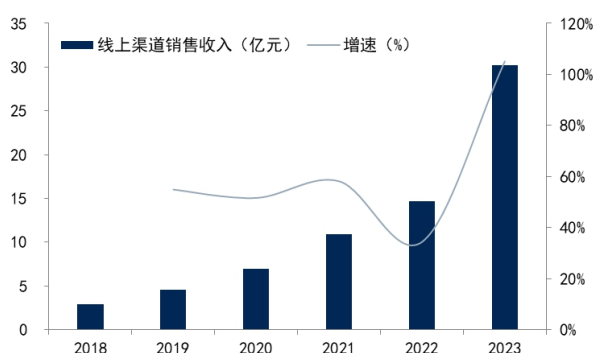
菜百股份抓住新零售业务发展机遇，公司 2014 年便成立了电商子公司，2023 年公司 2023 年线上销售实现加速增长，取得销售额 30.17 亿元，同比增长 105.1%，线上平台累计访问量约 3600 万名，同比增长约 18%，品牌影响力进一步提升。

图32: 菜百各电商平台粉丝数量（万名）



资料来源：公司电商平台旗舰店、国信证券经济研究所整理 注：数据截止 2024 年 4 月 16 日

图33: 菜百股份线上销售收入及增速（亿元、%）

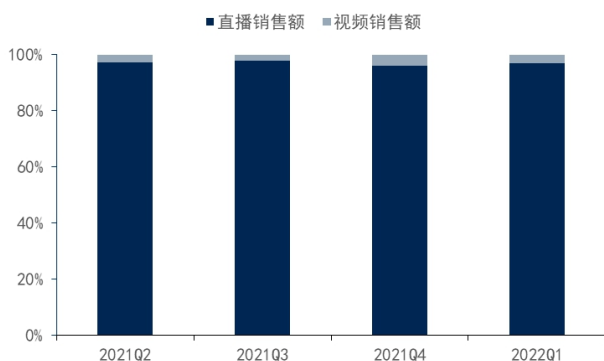


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1) 通过差异化的产品布局，更加符合线上渠道特征。公司的电商渠道中主要为标准化的投资金品类。通过来看线下渠道具有体验式的特点，因此适合更加时尚化和个性化的珠宝品类，而相对标准化的贵金属投资产品则更加适合电商，同时投资类产品也具有下单及时性要求较高的特点，因此公司根据线上渠道的特征，大力推动标准化的贵金属投资产品，驱动电商渠道实现快速发展。

根据菜百招股书披露，2018-2020 年电商渠道的贵金属投资产品销售收入分别为 1.6 亿元/2.5 亿元/4.5 亿元，同比增速分别为+61%/+79%，占电商渠道总收入提升至 65%（2020 年）。我们预计，随着近两年金价上行支撑下的消费者投资保值需求继续增加，贵金属投资产品的销售占电商收入比例预计维持高位。

图34: 抖音珠宝配饰大类直播&视频销售额占比趋势变化 (%)



资料来源: 蝉妈妈、国信证券经济研究所整理

图35: 菜百股份直播渠道布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2) 把握新媒体营销渠道变化机遇。近两年直播模式的出现进一步催化各品类在电商渠道中的发展, 其中珠宝类产品的直播渗透率日益提升, 根据新抖主播带货榜的数据, 自 2023 年 6 月以来, 每月稳定有两个以上的珠宝类直播间荣登榜单。至 2023 年底, 销售额排名前百的直播间中, 以珠宝首饰为主营类目的占比已近三成。

公司在直播领域, 持续深化与外部主播合作, 并不断加强公司自播团队建设, 积极培养具有专业黄金珠宝知识和销售服务技能的自播团队, 并尝试应用新技术, 探索数字人直播, 公司也在 2023 年被认定为首批北京市特色直播基地。

金价传导较为直接: 投资金占比高, 灵活的套保政策给予加持

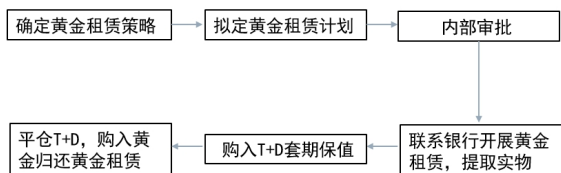
公司的投资金业务占比处于板块较高位置, 因此其业务与金价相关性也相对更高。在当前金价受到国际地缘政治风险累积, 年内美联储降息预期, 以及各国央行加大黄金储备等多因素影响, 仍处于长期向上趋势中。特别是在当前金价现阶段进入高位震荡期间, 逐步形成“牛市”氛围后, 价格的短期波动都能够激发投资型消费者的交易热情, 从而带动相关企业投资金业务的持续受益。

具体来看, 菜百的独特模式使得其相对于板块其他公司更加受益于金价上行趋势:

1) 全直营的渠道模式, 使得传导更为直接。目前多数黄金珠宝企业以加盟模式开展经营, 加盟模式在价格传导过程中起到了缓冲垫的作用, 主要由于经销商与门店都有一定库存, 终端需求传导至品牌出货存在一定的时滞; 同时部分品牌商的黄金业务只对加盟商收取固定的品牌使用费, 或是与金价同比例变化的费用, 因此金价的带来影响极为有限。而菜百股份坚持全直营模式, 金价的传导更为直接。

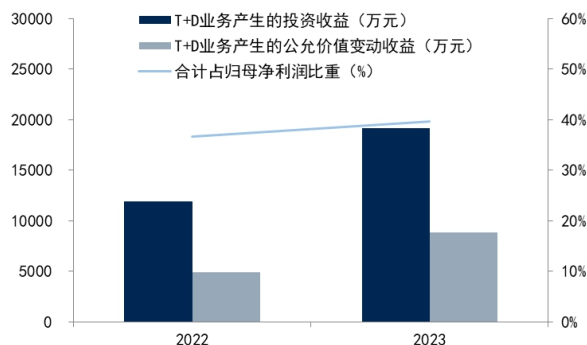
2) 灵活的套保政策给予投资收益加持。金价稳步上行期间, 公司在利润端除了毛利率直接受益外, 也通过灵活合理的套保策略, 取得了较为明显的相关投资收益。公司 2022 年/2023 年 T+D 业务带来的投资收益分别为 1.19/1.91 亿元, T+D 业务的公允价值变动收益分别为 0.49/0.89 亿元。

图36: 菜百股份的黄金租赁业务流程



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图37: 公司 T+D 业务产生的投资收益/公允价值变动收益



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

具体来看, 公司获取原材料的方式主要包括黄金现货交易、黄金租赁及部分以旧换新业务取得旧金。在黄金租赁部分, 公司通过与银行签订租赁合同, 按照一定租赁利率从银行借入黄金原材料并对租入黄金原料拥有处置权, 根据协议约定定期支付黄金租赁利息, 租借到期后公司归还租赁黄金原材料。同时, 公司通过黄金 T+D 合约对冲金价波动风险。

3) 专业的管理团队, 敏锐把握终端需求以及金价走势。公司主要管理层具备较为系统的金价套保知识基础以及丰富的一线运营经验。如董事长赵志良拥有高级黄金投资分析师资质, 是北京市有突出贡献的科学、技术、管理人才; 董事、总经理王春利拥有高级黄金投资分析师资质, 且是中国银行间市场交易商协会第五届金币市场专业委员会委员, 上金所第三届理事会业务委员会委员。且公司管理层均出自一线运营团队, 拥有多年的实际经营经验累积, 无论在终端还是供应端, 均具备了更加敏锐趋势变化判断能力。

注重产品力提升: 构建自主研发体系, 多品牌策略覆盖不同需求

长期来看, 黄金产品的品类丰富度和设计感提升也日益重要: 一方面, 黄金产品近年来消费属性日益凸显, 新一代消费者对于工艺设计感有了更高的期待。另一方面, 企业自身财务而言, 优异的产品力将助力品牌获得更高周转+高净利。

菜百股份在上市时便规划了定制及设计中心项目, 项目总投资 6055 万元, 构建整体研发和设计体系。具体来看, 公司首先打造了三套研发设计模式并存的体系, 充分整合内外部资源: 1) 公司自主设计, 款式设计方案由公司内部设计资源自主完成; 2) 由公司内部设计资源主导, 并联合外部设计资源共同设计商品; 3) 由公司提供设计方向及提供修改意见, 整合外部设计资源。

表5: 菜百股份设计模式

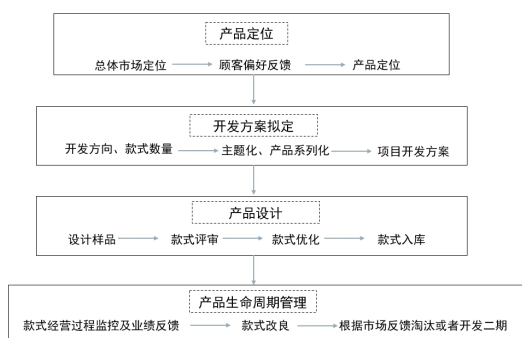
设计模式类型	设计模式简介
自主设计	1、根据公司年度营销主题和产品规划, 制定产品需求定义; 2、根据集团和个人客户的定制需求进行定制; 3、款式设计方案由公司内部设计资源自主完成。
联合设计	指由公司内部设计资源主导, 并联合外部设计资源共同设计商品。具体包括: 1、大师作品款和设计师款, 由公司联合珠宝行业大师、独立设计师设计商品; 2、文化 IP 产品, 公司取得中国传统文化、流行文化等 IP 授权后, 联合相关方设计文化 IP 商品或取得 IP 商品授权; 3、时尚商品, 公司与国际国内珠宝行业协会、组织合作, 联合设计时尚商品。
整合设计	指由公司提供设计方向及提供修改意见, 整合外部设计资源, 如供应商设计师团队设计商品。

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

整体来看，公司基于直营销场的优势，设计团队与销售更加贴近一线消费者，能够敏锐洞察消费者的需求变化。通过自主设计及联合设计相结合的方式，一方面以自主设计完成“菜百首饰”原创产品、特色产品的开发，另一方面充分联合国内外珠宝行业设计大师、整合上游供方设计师团队资源，共同设计符合消费者喜好的黄金珠宝产品。

而在研发设计团队方面，公司统筹自有设计团队及行业大师、专业院校、供应商等多维度设计资源，构建完善的设计人才体系。公司首饰设计团队 2002 年便成立，20 多年来采取内部培养和外部引进的方式不断培养设计师，队伍不断成长和壮大。此外，公司尝试搭建菜百 AI 辅助设计平台，可通过输入文字描述生成含有相应元素的创意首饰图片。

图38: 菜百股份产品设计流程



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图39: 菜百京承百韵系列及古法黄金系列



资料来源：公司官方商城、国信证券经济研究所整理

近年来，公司持续挖掘文化 IP，引入包括故宫“宫匠黄金”系列、颐和园“一生颐饰”系列在内的中国传统文化典藏产品。2023 上半年加大自主设计研发力度，细化“京承百韵”“菜百东方花园”“菜百恋意”“菜百传世”等系列定位，持续丰富款式，并尝试多种材质组合设计。

此外，公司打造了多品牌策略，以辐射不同消费人群。其中主品牌“菜百首饰”覆盖人群广、产品品类多元。“菜百传世”子品牌于 2021 年推出，专注于古法黄金，引进推广多款古法饰品，以产品为载体，传承中华文化与匠心技艺。“菜百悦时光”子品牌同样于 2021 年推出，专注于时尚轻奢珠宝，助力公司进一步探索年轻消费市场。

表6: 菜百股份旗下品牌介绍

品牌	成立/注册时间	定位
菜百首饰	2001 年	综合性黄金珠宝品牌，覆盖人群广、产品品类多元
菜百传世	2021 年	专注于古法黄金，引进推广多款古法饰品，以产品为载体，传承中华文化与匠心技艺
菜百悦时光	2021 年	专注于时尚轻奢珠宝，助力公司进一步探索年轻消费市场

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

盈利预测基于以下假设条件：

◆ 收入端，我们分产品类型进行分拆预测

1、黄金饰品：主要系以黄金材质制作的首饰产品，收入变动主要与 1) 终端婚嫁需求、悦己及送礼需求等场景相关；2) 金价变动相关，稳步上行总体上利好终端购买需求；3) 新开店相关，持续开店将带来新的收入增量。

销量角度看，一方面如前文所述，2023 年以来金价整体涨幅较好，短期数月会抑制一定的终端消费需求。且 2023 年疫情后消费需求释放形成较高基数，故预期 2024 年增速有所放缓不过金价中长期稳步上涨预期下居民黄金珠宝消费积极性会有所提升，同时公司积极推进产品创新升级也会吸引新的消费量。我们预计公司 2024-2026 年黄金饰品销量分别同比增长 6%/8%/6%。

平均单价角度看，一方面与金价相关：全球风险因素多发，避险情绪增加下预计金价中长期稳步上行，从而提升黄金产品单克重价格；另一方面企业自身折扣力度和竞争环境相关：居民消费相对谨慎下预计竞争有所加剧，通过折扣、产品设计等当时吸引消费者。我们预计公司 2024-2026 年黄金饰品平均单价分别同比增长 10%/8%/6%。

综上假设，我们预计公司黄金饰品品类 2024-2026 年分别实现营业收入 71.81/83.76/94.11 亿元，分别同比增长 16.6%/16.64%/12.36%。

2、贵金属投资产品：该品类主要系金银币章、投资金条及生肖金条等，与金价因素较为相关。在预期金价上行阶段，黄金作为资产配置产品的偏好度有所提升，故利好销量增加。首先是销量维度，金价短期的快速上涨预计抑制一部分的投资需求，但中长期稳步上涨将带动需求增加。我们预计公司 2024-2026 年贵金属投资产品销量分别同比增长 15%/10%/8%。

平均单价角度，贵金属投资产品的销售单价主要随金价波动，企业自身加价较少。如前文分析所述，全球风险因素多发，避险情绪增加下预计金价中长期稳步上行，从而提升黄金产品单克重价格。我们预计公司 2024-2026 年贵金属投资产品平均单价分别同比增长 12%/8%/6%。

综上假设，我们预计公司贵金属投资产品 2024-2026 年分别实现营业收入 114.42/135.93/155.61 亿元，分别同比增长 28.8%/18.8%/14.48%。

3、贵金属文化产品：该品类主要系纪念币、自主吉祥钱、摆件系列等产品，与当期纪念币热度、文化产品的设计感等因素相关，同时销量也与金价涨跌相关。首先在销量维度，其投资属性较投资金条弱，佩戴及悦己属性较饰品弱，预计销量增速相对较低。我们预计公司 2024-2026 年贵金属文化产品销量分别同比增长 2%/4%/4%。平均单价维度，主要随金价波动，在判断金价中长期上涨的前提下，我们预计公司 2024-2026 年贵金属文化产品平均单价分别同比增长 10%/8%/6%。

综上假设，我们预计公司贵金属文化产品 2024-2026 年分别实现营业收入 12.45/13.98/15.41 亿元，分别同比增长 12.2%/12.32%/10.24%。

4、钻翠珠宝饰品：该品类主要系原料为钻石、翡翠、白玉、铂金、珠宝、K 金、白银、珍珠等的珠宝首饰，受经济环境及消费者对黄金等保值产品的偏好度提升

影响，预计销售增速相对一般。同时该类产品时尚属性强且件单价相对较低，销售预计受益公司积极推进线上渠道拓展。综合来看，销量维度，预计公司2024-2026年钻石珠宝饰品销量分别同比下降10%/增长6%/增长5%。平均单价维度，受益公司积极推进产品设计升级及打造文化IP等高附加值属性，预计单价呈现稳步提升趋势，2024-2026年分别同比增长5%/4%/4%。

综上假设，我们预计公司钻石珠宝饰品2024-2026年分别实现营业收入2.03/2.23/2.44亿元，分别同比-5.5%/+10.24%/+9.2%。

5、联营佣金收入：主要系公司与供应商签订联营合作协议，供应商提供商品，公司负责管理和销售等而产生的收入，与黄金珠宝整体消费景气度相关。我们预计该业务2024-2026年分别实现营业收入1.9/2.06/2.22亿元。

6、其他收入：假定每年稳健增长8%，2024-2026年营业收入分别为1412/1525/1648万元。

综合以上假设预测，我们预计公司2024-2026年整体营业收入分别为202.75/238.11/269.96亿元，分别同比增长22.49%/17.44%/13.38%。

表7：菜百股份营业收入分拆预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10405.75	10989.87	16552.22	20274.94	23811.43	26996.37
YOY	47.23%	5.61%	50.61%	22.49%	17.44%	13.38%
一、黄金饰品	4320.91	3996.43	6158.77	7181.12	8376.06	9411.34
YOY	64.82%	-7.51%	54.11%	16.60%	16.64%	12.36%
销售量（千克）	9660.60	8589.49	11652.59	12351.75	13339.89	14140.28
YOY	61.03%	-11.09%	35.66%	6.00%	8.00%	6.00%
平均单价（元/克）	447.27	465.27	528.53	581.39	627.90	665.57
YOY	1.60%	4.02%	13.60%	10.00%	8.00%	6.00%
二、贵金属投资产品	4598.53	5702.36	8883.58	11442.05	13593.15	15561.44
YOY	37.37%	24.00%	55.79%	28.80%	18.80%	14.48%
销售量（千克）	14904.28	16236.49	22077.13	25388.70	27927.57	30161.78
YOY	44.38%	8.94%	35.97%	15.00%	10.00%	8.00%
平均单价（元/克）	308.54	351.21	402.39	450.67	486.73	515.93
YOY		13.83%	14.57%	12.00%	8.00%	6.00%
三、贵金属文化产品	1046.96	936.84	1109.31	1244.64	1397.98	1541.14
YOY	31.49%	-10.52%	18.41%	12.20%	12.32%	10.24%
销售量（千克）	3767.24	3026.93	3209.92	3274.12	3405.08	3541.29
YOY	10.93%	-19.65%	6.05%	2.00%	4.00%	4.00%
平均单价（元/克）	277.91	309.50	345.59	380.15	410.56	435.19
YOY		11.37%	11.66%	10.00%	8.00%	6.00%
四、钻石珠宝饰品	228.57	214.32	214.47	202.67	223.43	243.98
YOY	76.62%	-6.24%	0.07%	-5.50%	10.24%	9.20%
销售量（万件）	29.94	13.57	14.62	13.16	13.95	14.64
YOY	20.43%	-54.68%	7.74%	-10.00%	6.00%	5.00%
平均单价（元/件）	763.44	1579.33	1466.96	1540.31	1601.92	1666.00
YOY		106.87%	-7.11%	5.00%	4.00%	4.00%
五、联营佣金收入	201.08	130.73	173.02	190.32	205.55	221.99
YOY	27.70%	-34.99%	32.34%	10.00%	8.00%	8.00%
六、其他	9.68	9.20	13.08	14.12	15.25	16.48
YOY		-4.99%	42.14%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

◆ 利润端，主要对毛利率及费用率进行假设预测

毛利率方面，短期考虑到金价上行下相对低毛利的贵金属投资产品占比提升，预计公司综合毛利率短期有所下降。不过中长期随着公司品牌力持续提升、推出高附加值的设计类产品等，公司各项业务的毛利率均有望实现增长，综合毛利率也将稳步增长。预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 10.42%/10.38%/10.46%。

费用率方面，公司以直营连锁销售为主，需自行承担门店人员工资、租金、水电等，整体费用率较其他加盟黄金珠宝企业高。短期考虑线下门店拓展及加大线上销售渠道建设下，我们预计销售费用率有所增加。不过随着公司经营管理机制和渠道营销不断完善，整体营运效率提升带来费用率优化。

未来三年业绩预测

综合以上假设预测，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 202.75/238.11/269.96 亿元，分别同比增长 22.49%/17.44%/13.38%。分别取得归母净利润 8.18/9.43/10.82 亿元，分别同比增长 15.71%/15.25%/14.84%。

表8: 菜百股份未来三年盈利预测（百万元、%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,989.87	16,552.22	20,274.94	23,811.43	26,996.37
YOY	5.61%	50.61%	22.49%	17.44%	13.38%
毛利率	11.22%	10.68%	10.42%	10.38%	10.46%
销售费用率	3.20%	2.62%	2.70%	2.67%	2.66%
管理费用率	0.88%	0.65%	0.66%	0.65%	0.65%
研发费用率	0.09%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
财务费用率	0.17%	0.19%	-0.22%	-0.19%	-0.17%
归母净利润	460.13	706.79	817.82	942.58	1082.48
YOY	26.42%	53.61%	15.71%	15.25%	14.84%
EPS	0.59	0.91	1.05	1.21	1.39

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

盈利预测的敏感性分析

公司主要收入来源为贵金属投资产品及黄金饰品业务，2023 年占整体营收的比重分别为 53.67%/37.21%，与终端消费者需求景气度密切挂钩。而金价是影响消费者购买需求的重要因素，以及婚嫁、送礼、悦己等的消费需求情况。故我们结合上文的假定对公司盈利预测进行情景分析：

- 1) 乐观假设下金价保持较好的上涨趋势，黄金产品的保值增值属性进一步增强，进一步刺激消费需求。假设黄金饰品业务 2024-2026 年平均单价分别同比增长 15%/10%/8%；贵金属投资产品业务 2024-2026 年平均单价分别同比增长 16%/12%/10%。
- 2) 中性假设参考前文盈利预测，金价取得稳健增长表现，同时消费需求逐步复苏。
- 3) 悲观假设下金价在高位下调有所承压，终端投资性需求有所减弱，使得平均单价和销售量的假设增速均有所下调。我们假设黄金饰品业务 2024-2026 年平均单价分别同比增长 6%/4%/3%，主要受益公司自身产品工艺设计和品牌力的提升，平均销量分别同比增长 5%/6%/4%。贵金属投资产品业务 2024-2026 年平均单价分别同比增长 12%/7%/5%，平均销量分别同比增长 13%/8%/6%。

表9: 菜百股份盈利预测的情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	10,989.87	16,552.22	21,010.00	25,361.22	29,578.87
(+/-%)	5.61%	50.61%	26.93%	20.71%	16.63%
归母净利润(百万元)	460.13	706.79	864.51	1040.90	1218.92
(+/-%)	26.42%	53.61%	22.32%	20.40%	17.10%
摊薄 EPS	0.59	0.91	1.11	1.34	1.57
中性预测					
营业收入(百万元)	10,989.87	16,552.22	20,274.94	23,811.43	26,996.37
(+/-%)	5.61%	50.61%	22.49%	17.44%	13.38%
归母净利润(百万元)	460.13	706.79	817.82	942.58	1082.48
(+/-%)	26.42%	53.61%	15.71%	15.25%	14.84%
摊薄 EPS(元)	0.59	0.91	1.05	1.21	1.39
悲观预测					
营业收入(百万元)	10,989.87	16,552.22	19,548.76	22,159.31	24,320.65
(+/-%)	5.61%	50.61%	18.10%	13.35%	9.75%
归母净利润(百万元)	460.13	706.79	790.18	880.49	972.29
(+/-%)	26.42%	53.61%	11.80%	11.43%	10.43%
摊薄 EPS	0.59	0.91	1.02	1.13	1.25

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间

绝对估值：16.96-18.13 元/股

首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

从行业层面看，公司主营黄金珠宝品类，与金价及整体消费力相关，中长期看行业规模仍有望实现稳健增长。具体而言：1) 全球风险因素多发，避险情绪增加下预计金价中长期稳步上行，加深居民对于黄金产品具有佩戴+保值双重属性的印象，从而拉动消费；2) 下沉市场的珠宝消费崛起及整体消费场景从婚嫁朝着悦己、送礼等多元化发展；3) 供给端全渠道带来的优质购物体验、品牌方提升产品设计美感，符合当前悦己式消费方向，从而推动终端消费实现持续的量价增长。

从公司层面看，公司作为线下直营+线上全渠道发展的代表企业，渠道端受益直营门店扩张及珠宝线上化消费机遇；产品端一方面自身积极推进产品设计升级，另外黄金饰品和投资金等业务均受益金价中长期上行。按照行业和公司的发展思路，我们预期公司 2024-2026 年收入复合增速达到 15.39%，此后受益自身渠道拓展、产品设计工艺提升及金价稳步上行，仍有望保持稳健增长，并出于谨慎考虑，预计增速逐年放缓。毛利率及费用率则如前文盈利预测所述，中长期看呈现稳步向好趋势。

表10: 菜百股份盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	50.61%	22.49%	17.44%	13.38%	11.00%	9.00%	7.00%	6.00%
营业成本/营业收入	89.32%	89.58%	89.62%	89.54%	89.48%	89.40%	89.35%	89.32%
管理费用/营业收入	0.65%	0.66%	0.65%	0.65%	0.64%	0.63%	0.62%	0.62%
研发费用/营业收入	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
销售费用/销售收入	2.62%	2.70%	2.67%	2.66%	2.61%	2.56%	2.51%	2.45%
所得税税率	25.37%	25.96%	25.53%	25.62%	25.70%	25.62%	25.65%	25.66%

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所预测

资本成本要素假设方面, 无杠杆 beta 系数采用申万珠宝首饰板块过去五年的 beta 算术平均数 0.91; 无风险利率参考十年期国债收益率及考虑到溢价取值 3%; 股票风险溢价取 6.5%; 债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%, 由此计算得出公司的 WACC 为 8.91%。

表11: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.91	T	25.96%
无风险利率	3.00%	Ka	8.92%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.91
公司股价 (元)	14.61	Ke	8.93%
发行在外股数 (百万)	778	E/(D+E)	99.67%
股票市值 (E, 百万元)	11363	D/(D+E)	0.33%
债务总额 (D, 百万元)	38	WACC	8.91%
Kd	4.90%	永续增长率 (10年后)	0.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所假设

表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.9%	8.4%	8.91%	9.4%	9.9%
永续 增长 率变 化	1.5%	23.15	21.06	19.28	17.74	16.41
	1.0%	21.81	19.95	18.35	16.96	15.74
	0.5%	20.65	18.98	17.53	16.26	15.14
	0.0%	19.64	18.13	16.80	15.63	14.60
	-0.5%	18.75	17.37	16.15	15.07	14.11

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析, 并采用 FCFF 估值方法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析, 我们最终得出公司合理股价区间为 16.96-18.13 元/股。

相对估值: 16.30-17.88 元/股

可比公司选取上, A 股市场目前主营黄金珠宝品牌销售, 且近年来经营相对稳健的公司包括老凤祥、中国黄金、周大生及潮宏基。不过从品类结构看, 如前文分析所示, 考虑到黄金类产品与镶嵌钻石、K 金等产品在毛利率及费用率方面存在差异, 我们最终选取黄金类产品销售占比均超过 95% 的老凤祥和中国黄金作为公司的可比公司, 并采用 PE 估值法。

如下表财务数据其前文分析对比所示, 与可比公司相比, 菜百股份整体收入及利润规模落后, 但近两年成长性较好, 增速表现领先。此外盈利能力方面, 受益直

营管理的优势和经营效率提升，2022/2023 年的毛利率/净利率均领先可比公司。综合考量下，参考可比公司估值，给予公司 2024 年 15.5-17 倍 PE，对应股价为 16.3-17.88 元/股。

表13: 可比公司 2021-2023 年财务数据对比 (%)

	指标	菜百股份	老凤祥	中国黄金
2023 年	营业收入	165.52	714.36	563.64
	yoy (%)	50.61%	13.37%	19.61%
	归母净利润	7.07	22.14	9.73
	yoy (%)	53.61%	30.23%	27.20%
	毛利率 (%)	10.68%	8.30%	4.13%
	净利率 (%)	4.29%	4.17%	1.73%
2022 年	营业收入	109.90	630.10	471.24
	yoy (%)	5.61%	7.36%	-7.16%
	归母净利润	4.60	17.00	7.65
	yoy (%)	26.57%	-9.38%	-3.66%
	毛利率 (%)	11.22%	7.58%	3.90%
	净利率 (%)	4.19%	3.60%	1.63%
2021 年	营业收入	104.06	586.91	507.58
	yoy (%)	47.23%	13.47%	50.23%
	归母净利润	3.64	18.76	7.94
	yoy (%)	0.61%	18.30%	58.84%
	毛利率 (%)	11.34%	7.77%	3.09%
	净利率 (%)	3.50%	4.17%	1.57%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表14: 可比公司估值

公司简称	股价	总市值	EPS			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
老凤祥	2024/05/27	亿元	4.93	5.61	6.28	15.27	13.42	11.99
中国黄金	75.30	299.99	0.71	0.84	0.96	15.73	13.30	11.64
加权平均	11.17	190.18				15.45	13.37	11.85
菜百股份	14.61	118.61	1.05	1.21	1.39	13.89	12.06	10.50

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理预测 注: 老凤祥、中国黄金为 wind 一致预测

投资建议

公司作为区域黄金珠宝龙头企业，未来线下渠道将继续加密华北区域强化龙头地位，并稳步推进异地扩张；同时线上积极拓展社媒、直播等流量模式，提供业绩新增量。行业层面，中长期金价稳步上行预期下也有助力拉升黄金珠宝消费，公司的全直营体系以及灵活套保策略，将为公司销售及盈利能力提升带来更为明显的提升弹性。根据文中的假设预测，我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 8.18/9.43/10.82 亿元，分别同比增长 15.71%/15.25%/14.84%。综合绝对及相对估值，给予公司估值区间为 16.3-18.13 元/股，较 2024 年 5 月 27 日收盘价具有 12%-24% 的上涨空间，首次给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 16.3-18.13 元/股,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同的 A 股黄金珠宝企业老凤祥及中国黄金,选取了可比公司 2024 年加权平均 PE 作为相对估值的参考,并考虑公司直营模式下毛利率及盈利表现的优势,最终给予公司 2024 年 15.7-17 倍 PE 估值,可能未充分考虑今年以来金价上涨使得该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年营业收入分别增长 22.49%/17.44%/13.38%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 10.42%/10.38%/10.46%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

公司产品主要系黄金饰品及投资金条类产品,盈利表现与金价较为挂钩。我们盈利预测的假设前提之一是全球风险因素多发,避险情绪增加下预计金价中长期稳步上行,故公司产品平均销售单价也有望逐步增长。但不排除金价下跌从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

公司盈利增长与渠道扩张也较为相关,其中 2024 年预计净增门店 10-20 家。不过可能存在对未来开店预测过高的风险,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

经营区域集中的风险:公司目前的销售区域主要集中于以北京市为核心的华北地区,2023 年收入占比达到 87.2%,且公司北京总店的销售占比较高。如华北地区经济环境、居民收入等发生重大不利变化,或区域珠宝行业竞争加剧,将对公司经营产生不利影响。

未能准确把握销售旺季的风险:黄金珠宝产品销售一般在春节、情人节、国庆节等节假日表现较好,若该期间销售不佳可能对全年业绩造成不利影响。且公司往往会在旺季增加产品备货,销售不及预期也可能对财务状况造成不

利影响。

人才流失的风险：行业竞争从渠道向产品转向过程中，优秀的珠宝设计师对产品研发较为重要，若公司未能把握行业人才，可能对产品设计力造成影响。

委外加工的风险：公司将附加值较低、标准化程度较高的珠宝首饰加工环节委托专业加工厂商进行生产。但如委外加工厂商延迟交货，或加工工艺和产品质量达不到公司所规定的标准，可能对本存货管理及经营产生不利影响。

行业及财务风险

行业竞争加剧的风险：珠宝首饰具有显著的个性化和多样化消费特征，同时市场化程度高，整体竞争环境日趋激烈，不排除市场存在恶性竞争可能，从而影响竞争格局。

原材料价格波动的风险：公司核心产品的主要原材料为黄金，公司产品销售价格采用随原材料价格波动而调整的定价原则，库存商品发出成本采用个别计价法确定。若黄金原材料价格持续上涨，则公司可直接通过调整产品销售价格消化原材料价格上涨带来的不利影响，获得经营收益。若黄金价格下跌，公司直接面临着产品销售价格下降，给经营业绩带来压力。

存货管理风险：公司 2023 年期末存货余额 32.33 亿元，占当期总资产的 51%，若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

黄金 T+D 交易风险：为规避黄金租赁业务的黄金原材料价格波动风险，公司通过黄金 T+D 交易进行套期保值。虽然公司已建立和执行有关 T+D 业务的内。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1563	1732	1910	1809	1494	营业收入	10990	16552	20275	23811	26996
应收款项	295	300	389	522	555	营业成本	9757	14785	18163	21340	24172
存货净额	2716	3233	4059	4889	6076	营业税金及附加	197	283	374	441	491
其他流动资产	287	359	550	594	664	销售费用	351	434	547	636	719
流动资产合计	5154	6027	7310	8217	9191	管理费用	100	112	135	157	177
固定资产	158	147	169	188	205	研发费用	10	8	9	11	12
无形资产及其他	23	23	22	21	20	财务费用	18	32	(44)	(45)	(37)
投资性房地产	148	159	159	159	159	投资收益	54	47	20	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(6)	(0)	0	0	0
资产总计	5483	6356	7660	8585	9575	其他收入	3	(1)	(9)	(11)	(12)
短期借款及交易性金融负债	40	33	38	37	149	营业利润	617	951	1110	1272	1463
应付款项	68	79	101	128	136	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	1899	2364	3299	3806	4189	利润总额	617	952	1110	1272	1463
流动负债合计	2008	2476	3438	3971	4475	所得税费用	156	242	288	325	375
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	4	4	5	6
其他长期负债	65	90	103	116	133	归属于母公司净利润	460	707	818	943	1082
长期负债合计	65	90	103	116	133	现金流量表（百万元）					
负债合计	2073	2566	3541	4087	4608	净利润	460	707	818	943	1082
少数股东权益	2	6	7	9	12	资产减值准备	(11)	7	1	1	1
股东权益	3407	3784	4111	4488	4955	折旧摊销	20	22	18	20	23
负债和股东权益总计	5483	6356	7660	8585	9575	公允价值变动损失	6	0	0	0	0
						财务费用	18	32	(44)	(45)	(37)
关键财务与估值指标						营运资本变动	66	(98)	(134)	(459)	(879)
每股收益	0.59	0.91	1.05	1.21	1.39	其它	11	(5)	0	1	1
每股红利	0.36	0.46	0.63	0.73	0.79	经营活动现金流	552	634	704	505	229
每股净资产	4.38	4.87	5.29	5.77	6.37	资本开支	0	(14)	(40)	(40)	(40)
ROIC	13.90%	20.47%	24%	26%	26%	其它投资现金流	116	(111)	0	0	0
ROE	13.50%	18.68%	20%	21%	22%	投资活动现金流	116	(125)	(40)	(40)	(40)
毛利率	11%	11%	10%	10%	10%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	5%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(280)	(358)	(491)	(566)	(616)
收入增长	6%	51%	22%	17%	13%	其它融资现金流	268	376	5	(1)	112
净利润增长率	26%	54%	16%	15%	15%	融资活动现金流	(292)	(340)	(486)	(566)	(504)
资产负债率	38%	40%	46%	48%	48%	现金净变动	377	169	178	(101)	(315)
股息率	2.5%	3.1%	4.3%	5.0%	5.4%	货币资金的期初余额	1187	1563	1732	1910	1809
P/E	24.7	16.1	13.9	12.1	10.5	货币资金的期末余额	1563	1732	1910	1809	1494
P/B	3.3	3.0	2.8	2.5	2.3	企业自由现金流	0	605	619	435	164
EV/EBITDA	22.6	14.6	14.0	12.4	11.0	权益自由现金流	0	981	656	468	304

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032