

收入增速良好，产品结构影响下毛利率短期承压

2024 年 08 月 31 日

➤ **事件概述。**8月29日，菜百股份发布2024年半年度报告。24H1，实现营收109.89亿元，同比+31.44%，实现归母净利润4.00亿元，同比-3.00%，实现扣非归母净利润3.86亿元，同比-0.04%。24Q2，实现营收46.73亿元，同比+41.26%，归母净利润为1.27亿元，同比-28.31%。扣非归母净利润为1.34亿元，同比-22.36%。

➤ **坚持直营连锁模式，稳健开拓营销网络。**1) 线下夯实总店“大本营”作用，连锁门店因地制宜精准营销，拓宽会员渠道。24H1，新开设线下门店11家，形成销售增量。一方面，加密已有门店市场布局，持续深耕提升品牌知名度；另一方面，华中地区武汉首店开业，进入新区域市场。截至24H1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、武汉的93家直营连锁门店以及包括菜百首饰自营官方商城及在京东、天猫、抖音等8家电商平台开设的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。2) 线上传统平台店铺销售规模稳步增长，入驻期较短的平台助力业绩增量，迎合线上消费特点，扩充克重标准化产品，提升经营效率。24H1，电商子公司实现营收22.99亿元，同比+49.99%。

➤ **受产品结构影响，毛利率同比缩减。**1) 毛利率：24H1，毛利率为9.07%，同比-2.42 pct；24Q2，毛利率为7.80%，同比-3.85 pct，主要系在金价震荡上行背景下，黄金饰品销售基本保持稳定，贵金属投资类产品关注度高、销售增幅明显，收入占比提升。2) 费用率：24H1，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为2.35%、0.45%、0.04%、0.22%，分别同比-0.24、-0.14、-0.001、-0.01 pct。24H1，销售费用同比+19.45%，主要系门店人工成本及租金费用、宣传费用、各线上平台服务费增加所致。24Q2，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为2.48%、0.29%、0.04%、0.21%，分别同比+0.17、-0.14、+0.02、-0.003 pct。3) 净利率：24H1，净利率为3.66%，同比-1.29 pct；24Q2，净利率为2.76%，同比-2.64 pct。

➤ **投资建议：**专注黄金珠宝零售主业经营，发挥全直营模式优势，预计公司2024-2026年实现营收215.55、244.55、270.10亿元，同比+30.2%、+13.5%、+10.4%，实现归母净利润7.50、8.40、9.12亿元，分别同比+6.2%、+11.9%、+8.5%，8月30日收盘价对应PE为11/10/9倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；拓店速度不及预期；终端需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,552	21,555	24,455	27,010
增长率(%)	50.6	30.2	13.5	10.4
归属母公司股东净利润(百万元)	707	750	840	912
增长率(%)	53.6	6.2	11.9	8.5
每股收益(元)	0.91	0.96	1.08	1.17
PE	12	11	10	9
PB	2.2	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年8月30日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.74元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

- 菜百股份(605599.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：24Q1 归母净利润同比+16%，高基数下增速稳健-2024/04/29
- 菜百股份(605599.SH) 2023 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+68%，盈利能力持续增强-2023/10/30
- 菜百股份(605599.SH) 2023 年中报点评：23H1 归母净利润同比+66%，线上渠道收入体量突破15亿-2023/08/30
- 菜百股份(605599.SH) 深度报告：打造黄金产品“中华老字号”，提供“一站式”购齐服务体验-2023/07/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16,552	21,555	24,455	27,010
营业成本	14,785	19,557	22,218	24,560
营业税金及附加	283	366	416	459
销售费用	434	535	602	662
管理费用	112	112	125	130
研发费用	8	9	10	11
EBIT	924	983	1,101	1,204
财务费用	32	5	15	17
资产减值损失	-13	-3	-2	-1
投资收益	47	30	40	35
营业利润	951	1,006	1,125	1,221
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	952	1,007	1,126	1,222
所得税	242	255	284	309
净利润	710	752	842	913
归属于母公司净利润	707	750	840	912
EBITDA	1,015	1,081	1,221	1,324

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,732	1,667	2,198	2,543
应收账款及票据	235	296	268	296
预付款项	26	35	40	44
存货	3,233	4,017	4,017	4,037
其他流动资产	800	783	791	800
流动资产合计	6,027	6,797	7,314	7,720
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	147	151	173	203
无形资产	23	27	31	35
非流动资产合计	329	360	396	647
资产合计	6,356	7,158	7,709	8,366
短期借款	0	400	600	700
应付账款及票据	79	103	117	128
其他流动负债	2,397	2,531	2,601	2,658
流动负债合计	2,476	3,034	3,318	3,486
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	90	109	113	336
非流动负债合计	90	109	113	336
负债合计	2,566	3,143	3,431	3,822
股本	778	778	778	778
少数股东权益	6	7	9	11
股东权益合计	3,790	4,015	4,278	4,545
负债和股东权益合计	6,356	7,158	7,709	8,366

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	50.61	30.23	13.45	10.45
EBIT 增长率	58.94	6.40	11.98	9.36
净利润增长率	53.61	6.18	11.93	8.52
盈利能力 (%)				
毛利率	10.68	9.27	9.15	9.07
净利润率	4.27	3.48	3.43	3.37
总资产收益率 ROA	11.12	10.48	10.90	10.90
净资产收益率 ROE	18.68	18.73	19.68	20.11
偿债能力				
流动比率	2.43	2.24	2.20	2.21
速动比率	0.98	0.81	0.89	0.96
现金比率	0.70	0.55	0.66	0.73
资产负债率 (%)	40.37	43.91	44.51	45.68
经营效率				
应收账款周转天数	5.19	5.00	4.00	4.00
存货周转天数	79.82	75.00	66.00	60.00
总资产周转率	2.80	3.19	3.29	3.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	0.96	1.08	1.17
每股净资产	4.87	5.15	5.49	5.83
每股经营现金流	0.89	0.20	1.34	1.33
每股股利	0.70	0.74	0.83	0.90
估值分析				
PE	12	11	10	9
PB	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.91	8.37	7.41	6.84
股息收益率 (%)	6.52	6.92	7.75	8.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	710	752	842	913
折旧和摊销	91	98	120	120
营运资金变动	-135	-679	98	7
经营活动现金流	691	156	1,039	1,035
资本开支	-33	-47	-67	-87
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-127	-17	-27	-52
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	400	200	100
筹资活动现金流	-443	-204	-481	-637
现金净流量	121	-65	531	345

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026