

菜百股份 (605599.SH)

上半年收入增长 31%，全渠道销售扩张持续推进

优于大市

核心观点

收入规模增长稳健，二季度归母净利润有所承压。公司 2024 上半年营收 109.89 亿元，同比+31.44%，归母净利润 4 亿元，同比-3%，扣非净利润 3.86 亿元，同比基本持平。单二季度看，公司营收 46.73 亿元，同比+41.26%；归母净利润 1.27 亿元，同比-28.31%，扣非净利润 1.34 亿元，同比-22.36%。公司收入端受益金价上涨以及贵金属投资产品需求增长而表现较好，但利润端在上述产品结构变化影响毛利率等因素下有所承压。

贵金属投资产品增长较好，稳步推进全渠道销售。分业务看，黄金珠宝零售主业增长较好，二季度收入同比增长 42.07%，其中预计受益金价上涨带来的投资需求增长，公司贵金属投资类产品增速较优。同时公司线下渠道稳步扩张，上半年净开 6 家直营店，期末门店总数 93 家，其中华北地区 84 家，华北以外地区 9 家，门店的异地扩张持续推进。同时公司线上渠道增长优异，上半年电商子公司实现营业收入 22.99 亿元，同比增长 49.99%。

产品结构变化影响毛利率，费用率有所优化。公司上半年毛利率同比-2.42pct 至 9.07%，主要系低毛利贵金属投资产品占比提升影响。上半年销售费用率/管理费用率分别为 2.35%/0.45%，分别同比-0.24pct/-0.14pct，整体费用率管控良好。上半年经营性现金流净额 9.4 亿元，同比-29.04%，主要系金价上涨及销售增长导致备货增加所致。

风险提示：金价大幅波动；门店拓展不及预期；电商销售不及预期。

投资建议：行业层面，长期金价稳步上行预期下也有助力拉升黄金珠宝中的投资消费，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，而随着公司产品结构逐步稳定，未来毛利率变化也将逐步趋于平稳。同时公司自身线下渠道稳步推进异地扩张，线上积极拓展社媒、直播等流量模式，有望提供业绩新增量。考虑金价上行预期下可能进一步催化贵金属投资产品的增长，从而短期拉低公司综合毛利率，故下调公司 2024-2026 年归母净利润至 7.65/8.78/10.08 亿元（前值分别为 8.18/9.43/10.82 亿元），对应 PE 分别为 10.9/9.5/8.3 倍，维持“优于大市”评级。

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	20,573.42	24,166.03	27,402.32
(+/-%)	5.61%	50.61%	24.29%	17.46%	13.39%
净利润(百万元)	460.13	706.79	764.90	878.47	1007.80
(+/-%)	26.42%	53.61%	8.22%	14.85%	14.72%
每股收益(元)	0.59	0.91	0.98	1.13	1.30
EBIT Margin	5.23%	5.62%	4.74%	4.73%	4.85%
净资产收益率 (ROE)	13.50%	18.68%	18.70%	19.78%	20.67%
市盈率 (PE)	18.15	11.82	10.92	9.51	8.29
EV/EBITDA	17.52	11.46	12.04	10.76	9.75
市净率 (PB)	2.45	2.21	2.04	1.88	1.71

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·财报点评

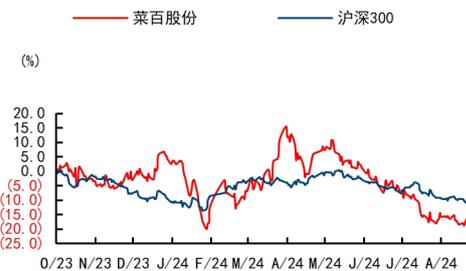
商贸零售·一般零售

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(维持)
 合理估值
 收盘价 10.74 元
 总市值/流通市值 8353/6301 百万元
 52 周最高价/最低价 17.08/10.31 元
 近 3 个月日均成交额 33.43 百万元

市场走势



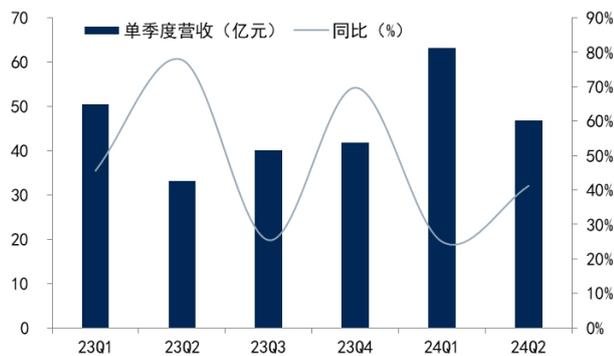
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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》——2024-05-28

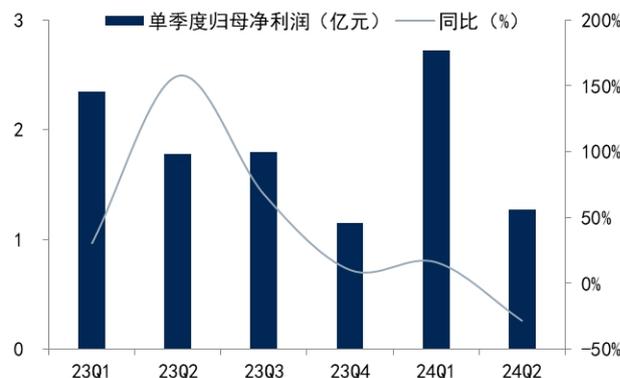
公司 2024 上半年营收 109.89 亿元，同比+31.44%，归母净利润 4 亿元，同比-3%，扣非净利润 3.86 亿元，同比基本持平。单二季度看，公司营收 46.73 亿元，同比+41.26%；归母净利润 1.27 亿元，同比-28.31%，扣非净利润 1.34 亿元，同比-22.36%。收入端受益金价上涨以及贵金属投资产品需求增长而表现较好，但利润端在上述产品结构变化影响毛利率等因素下有所承压。

图1：菜百股份单季度营收及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

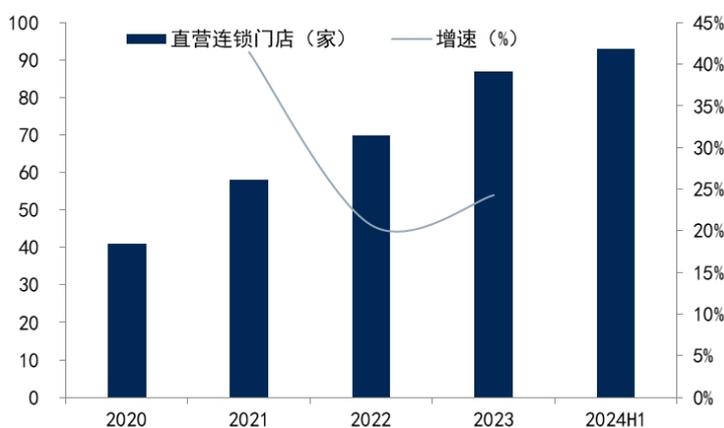
图2：菜百股份单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

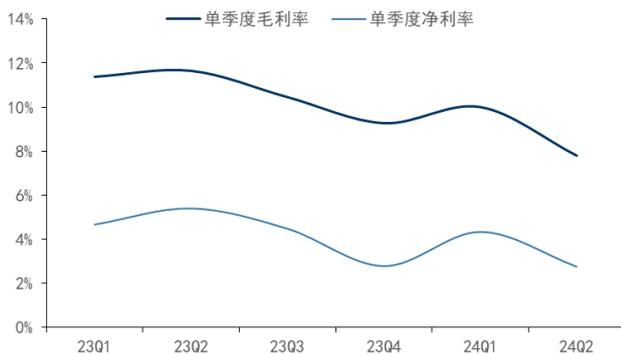
分业务看，黄金珠宝零售主业增长较好，二季度收入同比增长 42.07%，其中贵金属投资类产品增速较优。公司线下渠道稳步扩张，上半年净开 6 家直营店，期末门店总数 93 家，其中华北地区 84 家，华北以外地区 9 家，门店的区域拓展扩进一步推进。同时公司线上渠道增长优异，上半年电商子公司实现营业收入 22.99 亿元，同比增长 49.99%。

图3：菜百股份直营门店数量变化（家）

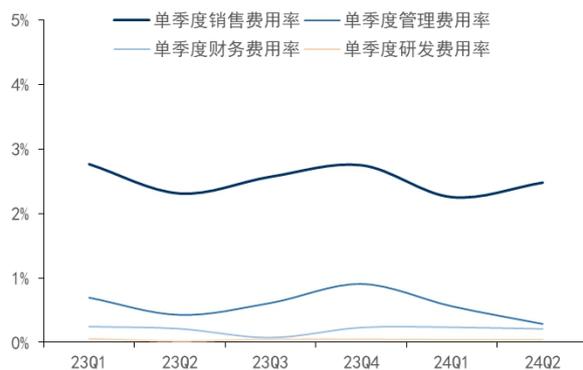


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主要财务数据看，公司上半年毛利率同比-2.42pct 至 9.07%，主要系低毛利贵金属投资产品占比提升影响。上半年销售费用率/管理费用率分别为 2.35%/0.45%，分别同比-0.24pct/-0.14pct，整体费用率优化。上半年经营性现金流净额 9.4 亿元，同比-29.04%，主要系金价上涨及销售增长导致备货增加所致。

图4: 菜百股份单季度毛利率及净利率 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 菜百股份单季度费用率 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 行业层面, 长期金价稳步上行预期下也有助力拉升黄金珠宝中的投资消费, 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, 而随着公司产品结构逐步稳定, 未来毛利率变化也将逐步趋于平稳。同时公司自身线下渠道稳步推进异地扩张, 线上积极拓展社媒、直播等流量模式, 有望提供业绩新增量。考虑金价上行预期下可能进一步催化贵金属投资产品的增长, 从而短期拉低公司综合毛利率, 故下调公司 2024-2026 年归母净利润至 7.65/8.78/10.08 亿元 (前值分别为 8.18/9.43/10.82 亿元), 对应 PE 分别为 10.9/9.5/8.3 倍, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-08-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600612.SH	老凤祥	51.95	215.27	4.23	5.03	5.72	6.39	16.30	10.33	9.08	8.13	19.13	0.74	优于大市
002867.SZ	周大生	10.88	119.24	1.20	1.34	1.54	1.73	12.64	8.12	7.06	6.29	20.62	0.69	优于大市
605599.SH	菜百股份	10.74	83.53	0.91	0.98	1.13	1.30	16.39	10.92	9.51	8.29	18.68	1.33	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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	1862	1726	1494	营业收入	10990	16552	20573	24166	27402
应收款项	295	300	395	530	563	营业成本	9757	14785	18517	21761	24653
存货净额	2716	3233	4138	4985	6196	营业税金及附加	197	283	379	447	499
其他流动资产	287	359	558	603	674	销售费用	351	434	555	646	730
流动资产合计	5154	6027	7355	8247	9330	管理费用	100	112	137	159	179
固定资产	158	147	169	188	205	研发费用	10	8	10	11	12
无形资产及其他	23	23	22	21	20	财务费用	18	32	(43)	(43)	(33)
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	7704	8615	9714	其他收入	3	(1)	(10)	(11)	(12)
短期借款及交易性金融负债	40	33	38	37	282	营业利润	617	951	1038	1186	1362
应付款项	68	79	103	130	139	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	1899	2364	3362	3880	4272	利润总额	617	952	1038	1186	1362
流动负债合计	2008	2476	3504	4048	4693	所得税费用	156	242	270	303	349
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	4	4	4	5
其他长期负债	65	90	103	116	133	归属于母公司净利润	460	707	765	878	1008
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	3607	4164	4827	净利润	460	707	765	878	1008
少数股东权益	2	6	7	9	11	资产减值准备	(11)	7	1	1	1
股东权益	3407	3784	4090	4442	4876	折旧摊销	20	22	18	20	23
负债和股东权益总计	5483	6356	7704	8615	9714	公允价值变动损失	6	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	18	32	(43)	(43)	(33)
每股收益	0.59	0.91	0.98	1.13	1.30	营运资本变动	66	(98)	(161)	(468)	(897)
每股红利	0.36	0.46	0.59	0.68	0.74	其它	11	(5)	0	1	1
每股净资产	4.38	4.87	5.26	5.71	6.27	经营活动现金流	552	634	623	432	136
ROIC	13.90%	20.47%	22%	24%	24%	资本开支	0	(14)	(40)	(40)	(40)
ROE	13.50%	18.68%	19%	20%	21%	其它投资现金流	116	(111)	0	0	0
毛利率	11%	11%	10%	10%	10%	投资活动现金流	116	(125)	(40)	(40)	(40)
EBIT Margin	5%	6%	5%	5%	5%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	5%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	51%	24%	17%	13%	支付股利、利息	(280)	(358)	(459)	(527)	(573)
净利润增长率	26%	54%	8%	15%	15%	其它融资现金流	268	376	5	(1)	245
资产负债率	38%	40%	47%	48%	50%	融资活动现金流	(292)	(340)	(454)	(528)	(328)
股息率	3.4%	4.3%	5.5%	6.3%	6.9%	现金净变动	377	169	129	(136)	(232)
P/E	18.2	11.8	10.9	9.5	8.3	货币资金的期初余额	1187	1563	1732	1862	1726
P/B	2.5	2.2	2.0	1.9	1.7	货币资金的期末余额	1563	1732	1862	1726	1494
EV/EBITDA	17.5	11.5	12.0	10.8	9.8	企业自由现金流	0	605	539	363	74
						权益自由现金流	0	981	576	394	344

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±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±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