

菜百股份 (605599.SH)

三季度收入稳健增长9%，直营门店扩张稳步推进

优于大市

核心观点

收入增长稳健，利润有所承压。公司2024年前三季度营收153.45亿元，同比增长24.06%，归母净利润5.54亿元，同比下降6.32%，扣非净利润5.25亿元，同比下降3.14%。单三季度看，收入43.56亿元，同比增长8.66%，归母净利润1.54亿元，同比下降13.96%，扣非净利润1.39亿元，同比下降10.82%。公司整体收入在三季度行业整体需求不振背景下仍取得稳健增长，但低毛利的贵金属产品收入占比提升影响了利润增长表现。

贵金属相关产品销售较好，门店稳步扩张。公司2024年第三季度，黄金珠宝零售业务收入43.24亿元，同比增长9.17%，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。华北以外区域继续贡献增量，其中华东地区第三季度收入同比增长166.44%，华南地区第三季度收入同比增长59.25%。线下门店稳步扩张，第三季度新开直营门店7家，其中北京5家，陕西省和湖北省各1家，期末门店总数达到100家。

产品结构变化影响毛利率，销售费用率优化。公司2024年第三季度毛利率8.67%，同比-1.79pct，主要系低毛利贵金属投资产品占比提升影响。第三季度销售费用率2.43%，同比-0.14pct；管理费用率0.61%，同比基本稳定。前三季度实现经营性现金流净额8.95亿元，同比增长32.97%，现金流状况良好；前三季度存货周转天数63.23天，同比下降7.65天，周转效率提升。

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：当前金价稳步上行预期下有助于拉升黄金珠宝中的投资消费需求，公司贵金属投资品类有望持续受益，同时公司的全直营体系以及灵活套保策略，将为公司未来的业绩提升带来更为明显的弹性。同时公司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。考虑金价相对高位可能抑制金饰品消费需求，及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，我们下调公司2024-2026年归母净利润至6.68/7.49/8.43亿元（前值分别为7.65/8.78/10.07亿元），对应PE分别为12.7/11.3/10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	19,839.96	22,877.20	25,825.53
(+/-%)	5.61%	50.61%	19.86%	15.31%	12.89%
净利润(百万元)	460.13	706.79	667.96	749.13	842.73
(+/-%)	26.42%	53.61%	-5.49%	12.15%	12.49%
每股收益(元)	0.59	0.91	0.86	0.96	1.08
EBIT Margin	5.23%	5.62%	4.22%	4.17%	4.18%
净资产收益率(ROE)	13.50%	18.68%	16.49%	17.22%	17.88%
市盈率(PE)	18.29	11.91	12.60	11.23	9.99
EV/EBITDA	17.62	11.52	13.93	12.71	11.58
市净率(PB)	2.47	2.22	2.08	1.93	1.79

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	10.82元
总市值/流通市值	8416/8416百万元
52周最高价/最低价	17.08/9.58元
近3个月日均成交额	40.32百万元

市场走势



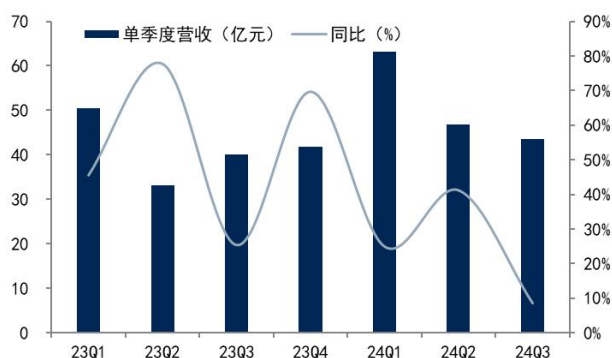
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《菜百股份(605599.SH) - 上半年收入增长31%，全渠道销售扩张持续推进》——2024-09-01
《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

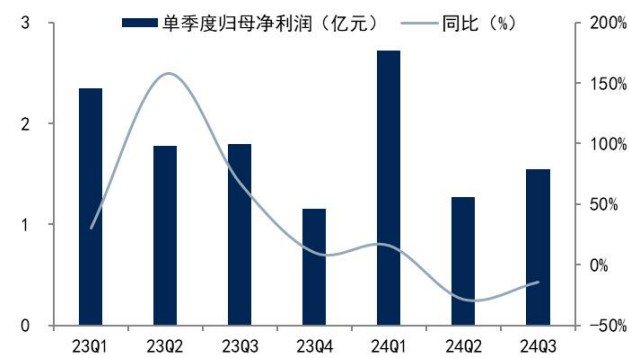
业绩情况看，公司 2024 年前三季度营收 153.45 亿元，同比增长 24.06%，归母净利润 5.54 亿元，同比下降 6.32%，扣非净利润 5.25 亿元，同比下降 3.14%。单三季度看，收入 43.56 亿元，同比增长 8.66%，归母净利润 1.54 亿元，同比下降 13.96%，扣非净利润 1.39 亿元，同比下降 10.82%。公司整体收入在三季度行业整体需求不振背景下仍取得稳健增长，但低毛利的贵金属产品收入占比提升影响了利润增长表现。

图1: 菜百股份单季度收入及增速 (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、%)

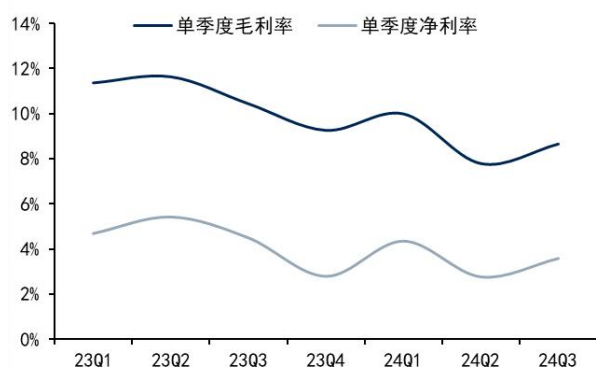


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主要经营数据看，公司 2024 年第三季度，黄金珠宝零售业务收入 43.24 亿元，同比增长 9.17%，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。华北以外区域继续贡献增量，其中华东地区第三季度收入同比增长 166.44%，华南地区第三季度收入同比增长 59.25%。线下门店稳步扩张，第三季度新开直营门店 7 家，其中北京 5 家，陕西省和湖北省各 1 家，期末门店总数达到 100 家。

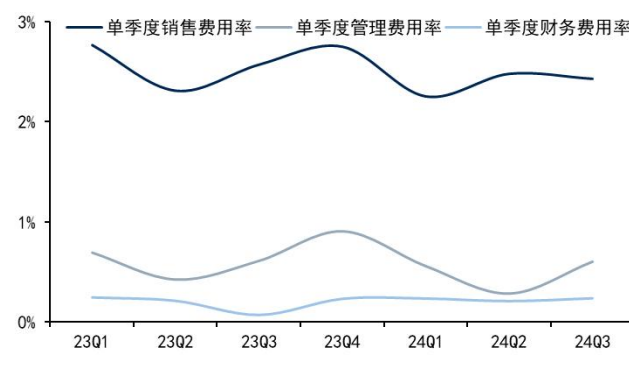
主要财务数据方面，公司 2024 年第三季度，黄金珠宝零售业务收入 43.24 亿元，同比增长 9.17%，其中预计受益金价上涨带来的投资需求增长，公司贵金属投资类产品增速较优。华北以外区域继续贡献增量，其中华东地区第三季度收入同比增长 166.44%，华南地区第三季度收入同比增长 59.25%。线下门店稳步扩张，第三季度新开直营门店 7 家，其中北京 5 家，陕西省和湖北省各 1 家，期末门店总数达到 100 家。

图3: 菜百股份单季度毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 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：当前金价稳步上行预期下有助于拉升黄金珠宝中的投资消费需求，公司贵金属投资品类有望持续受益，同时公司的全直营体系以及灵活套保策略，将为公司未来的业绩提升带来更为明显的弹性。同时公司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。考虑金价相对高位可能抑制金饰品消费需求，及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，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 6.68/7.49/8.43 亿元（前值分别为 7.65/8.78/10.07 亿元），对应 PE 分别为 12.7/11.3/10 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 菜百股份盈利预测主要调整项目

调整项	2024E		2025E		2026E		调整原因
	原值	现值	原值	现值	原值	现值	
营业收入增速 (%)	24.29%	19.86%	17.46%	15.31%	13.39%	12.89%	金价相对高位可能抑制金饰品消费需求 金价稳步上涨预期催化贵金属投资产品的增长，从而短期拉低公司综合毛利
毛利率 (%)	10%	9.14%	9.95%	9.13%	10.03%	9.13%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-10-25)	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	56.03	233.58	4.23	4.84	5.44	5.95	16.30	11.35	10.11	9.25	19.13	0.79	优于大市
605599.SH	菜百股份	10.82	84.16	0.91	0.86	0.96	1.08	16.39	12.60	11.23	9.99	18.68	-	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

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	2365	2308	2542	营业收入	10990	16552	19840	22877	25826
应收款项	295	300	380	501	531	营业成本	9757	14785	18027	20789	23468
存货净额	2716	3233	3524	4181	4587	营业税金及附加	197	283	366	423	470
其他流动资产	287	359	538	571	635	销售费用	351	434	469	549	626
流动资产合计	5154	6027	7211	7964	8697	管理费用	100	112	132	151	171
固定资产	158	147	169	188	205	研发费用	10	8	9	10	11
无形资产及其他	23	23	22	21	20	财务费用	18	32	(50)	(57)	(59)
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	7560	8332	9081	其他收入	3	(1)	(9)	(10)	(11)
短期借款及交易性金融负债	40	33	38	37	36	营业利润	617	951	907	1011	1139
应付款项	68	79	101	124	132	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	1899	2364	3260	3695	4054	利润总额	617	952	907	1011	1139
流动负债合计	2008	2476	3399	3856	4223	所得税费用	156	242	235	258	292
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	4	3	4	4
其他长期负债	65	90	103	116	133	归属于母公司净利润	460	707	668	749	843
长期负债合计	65	90	103	116	133	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2073	2566	3502	3972	4356	净利润	460	707	668	749	843
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	4051	4351	4715	折旧摊销	20	22	18	20	23
负债和股东权益总计	5483	6356	7560	8332	9081	公允价值变动损失	6	0	0	0	0
						财务费用	18	32	(50)	(57)	(59)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	66	(98)	382	(338)	(113)
每股收益	0.59	0.91	0.86	0.96	1.08	其它	11	(5)	(0)	0	1
每股红利	0.36	0.46	0.52	0.58	0.62	经营活动现金流	552	634	1069	433	754
每股净资产	4.38	4.87	5.21	5.59	6.06	资本开支	0	(14)	(40)	(40)	(40)
ROIC	13.90%	20.47%	21%	25%	26%	其它投资现金流	116	(111)	0	0	0
ROE	13.50%	18.68%	16%	17%	18%	投资活动现金流	116	(125)	(40)	(40)	(40)
毛利率	11%	11%	9%	9%	9%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	4%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(280)	(358)	(401)	(449)	(479)
收入增长	6%	51%	20%	15%	13%	其它融资现金流	268	376	5	(1)	(1)
净利润增长率	26%	54%	-5%	12%	12%	融资活动现金流	(292)	(340)	(396)	(450)	(480)
资产负债率	38%	40%	46%	48%	48%	现金净变动	377	169	633	(57)	234
股息率	3.3%	4.3%	4.8%	5.3%	5.7%	货币资金的期初余额	1187	1563	1732	2365	2308
P/E	18.3	11.9	12.6	11.2	10.0	货币资金的期末余额	1563	1732	2365	2308	2542
P/B	2.5	2.2	2.1	1.9	1.8	企业自由现金流	0	605	980	353	673
EV/EBITDA	17.6	11.5	13.9	12.7	11.6	权益自由现金流	0	981	1021	395	715

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