

菜百股份（605599.SH）

一季度归母净利润增长 17%，首饰金持续产品创新

优于大市

核心观点

一季度业绩增长，归母净利润增速 17.32%。公司 2025 年一季度收入 82.22 亿元，同比+30.18%，归母净利润 3.2 亿元，同比+17.32%，扣非归母净利润 2.77 亿元，同比+9.99%。其中非经常性收益主要系黄金 T+D 业务公允价值变动及处置金融资产和负债产生的损益合计 0.56 亿元。整体上，公司一季度在投资金业务快速增长，首饰金业务持续产品创新下，取得较好增长表现。

贵金属投资产品业务增长较好，门店稳步扩张。公司同时公告了 2024 年年报数据，其中贵金属投资产品业务收入 129 亿元，同比增长 45.28%，受益于金价上涨及居民对于保值增值的需求偏好。2025 年一季度看，该业务仍延续较好的增长趋势，推动公司收入增长。2024 年黄金饰品业务收入 54.73 亿元，同比-11.14%，受制于高金价抑制饰品需求等。门店拓展看，公司 2025 年一季度新开店 4 家，期末门店总数达到 102 家。

费用率持续优化，现金流状况较好。公司 2025 年一季度毛利率 8.34%，同比-1.67pct，主要系低毛利贵金属投资产品占比提升影响。销售费用率/管理费用率分别为 2.03%/0.42%，分别同比-0.22pct/-0.14pct，费用率优化。一季度存货周转天数 43.64 天，较去年一季度 49.99 天实现进一步效率提升。一季度实现经营性现金流净额 15.39 亿元，同比+131.63%，受益销售增长及春节备货周期错位，部分备货前值到 2024 年底。

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：金价上行预期下拉动投资性需求，公司贵金属投资品类有望持续受益，同时全直营体系以及灵活套保策略，为未来的业绩提升带来更为明显的弹性。黄金饰品业务方面持续产品创新、IP 联名开发等方式带动需求增长，以及渠道端稳步推进异地扩张和线上增量。

考虑金价对公司贵金属投资产品的进一步潜在刺激带动收入增长，以及饰品业务二季度开始有望迎来产品创新下的低基数复苏机遇，我们略上调公司 2025-2026 年归母净利润至 7.91/8.82 亿元（前值分别为 7.49/8.42 亿元），新增 2027 年预测为 9.89 亿元，对应 PE 分别为 12.1/10.8/9.7 亿元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,552.22	20,232.66	24,574.14	27,855.85	31,008.97
(+/-%)	50.61%	22.24%	21.46%	13.35%	11.32%
净利润(百万元)	706.79	719.01	791.20	882.42	988.99
(+/-%)	53.61%	1.73%	10.04%	11.53%	12.08%
每股收益(元)	0.91	0.92	1.02	1.13	1.27
EBIT Margin	5.62%	4.80%	4.06%	4.03%	4.08%
净资产收益率 (ROE)	18.68%	18.05%	18.40%	18.97%	19.80%
市盈率 (PE)	13.54	13.31	12.09	10.84	9.67
EV/EBITDA	12.73	12.87	13.57	12.39	11.45
市净率 (PB)	2.53	2.40	2.23	2.06	1.92

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

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔蓉若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

12.30 元

总市值/流通市值

9567/9567 百万元

52 周最高价/最低价

15.79/9.58 元

近 3 个月日均成交额

97.42 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

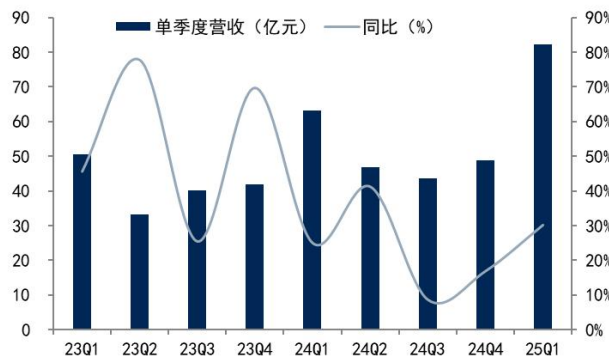
《菜百股份（605599.SH）-三季度收入稳健增长 9%，直营门店扩张稳步推进》——2024-10-28

《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

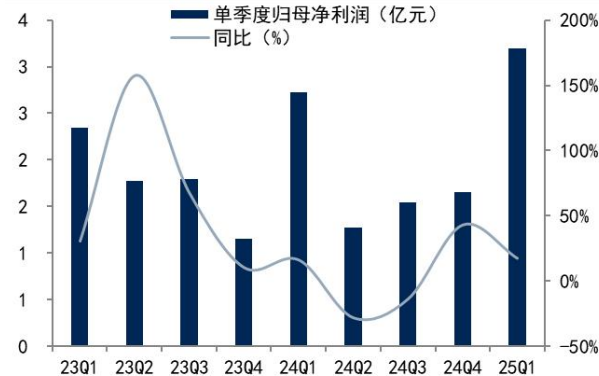
公司 2025 年一季度收入 82.22 亿元，同比+30.18%，归母净利润 3.2 亿元，同比+17.32%，扣非归母净利润 2.77 亿元，同比+9.99%。其中非经常性收益主要系黄金 T+D 业务公允价值变动及处置金融资产和负债产生的损益合计 0.56 亿元。整体上，公司一季度在投资金业务快速增长，首饰金业务持续产品创新下，取得较好增长表现。

图1：菜百股份单季度营业收入及增速（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、%）

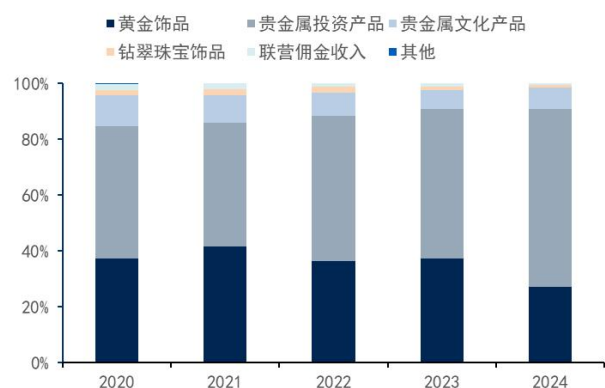


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务看，公司同时公告了 2024 年年报数据，其中贵金属投资产品业务收入 129 亿元，同比增长 45.28%，受益于金价上涨及居民对于保值增值的需求偏好。2025 年一季度看，该业务仍延续较好的增长趋势，推动公司收入增长。2024 年黄金饰品业务收入 54.73 亿元，同比-11.14%，受制于高金价抑制饰品需求等。门店拓展看，公司 2025 年一季度新开店 4 家，期末门店总数达到 102 家。

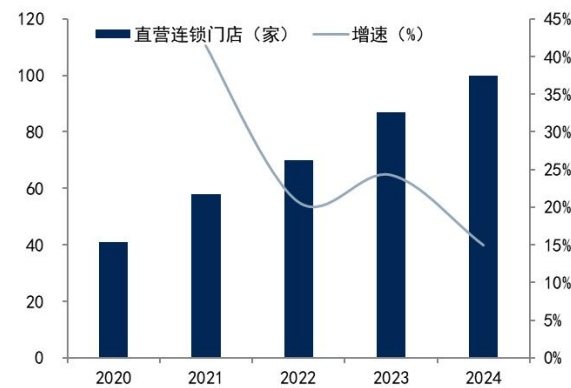
此外，公司首饰金产品持续创新，如深化 IP 合作，发力“悦己”需求的产品线，融合都市时尚的“菜百东方花园”系列等。公司自主设计产品荣获 2024 年中华老字号时尚创意、文化创意、产品设计金奖等诸多荣誉。

图3：菜百股份分产品收入占比（%）



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）

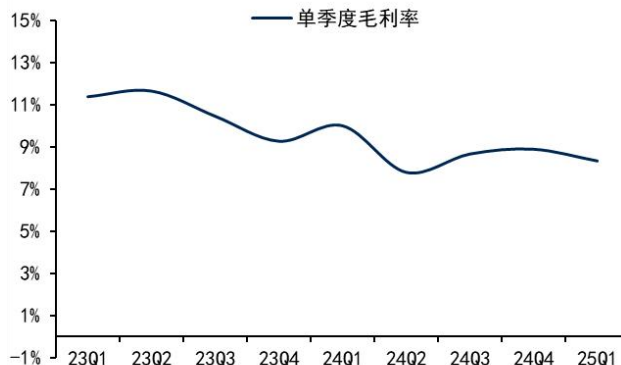


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主要财务数据看，公司 2025 年一季度毛利率 8.34%，同比-1.67pct，主要系低毛利贵金属投资产品占比提升影响。销售费用率/管理费用率分别为 2.03%/0.42%，分别同比-0.22pct/-0.14pct，费用率优化。一季度存货周转天数 43.64 天，较去年一季度 49.99 天实现进一步效率提升。一季度实现经营性现金流净额 15.39 亿

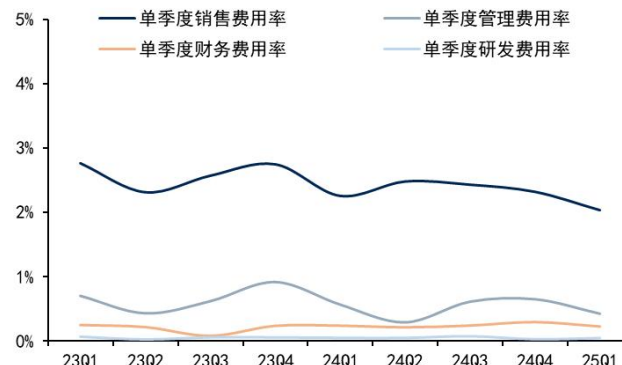
元，同比+131.63%，受益销售增长及春节备货周期错位，部分备货前值到 2024 年底。

图5: 菜百股份季度毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 菜百股份季度费用率变化 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

金价上行预期下拉动投资性需求，公司贵金属投资品类有望持续受益，同时全直营体系以及灵活套保策略，为未来的业绩提升带来更为明显的弹性。黄金饰品业务方面持续产品创新、IP 联名开发等方式带动需求增长，以及渠道端稳步推进异地扩张和线上增量。

考虑金价对公司贵金属投资产品的进一步潜在刺激带动收入增长，以及饰品业务二季度开始有望迎来产品创新下的低基数复苏机遇，我们略上调公司 2025-2026 年归母净利润至 7.91/8.82 亿元（前值分别为 7.49/8.42 亿元），新增 2027 年预测为 9.89 亿元，对应 PE 分别为 12.1/10.8/9.7 亿元，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1732	1492	2226	2112	2452	营业收入	16552	20233	24574	27856	31009
应收款项	300	306	350	382	425	营业成本	14785	18424	22544	25508	28390
存货净额	3233	3947	4395	5130	5549	营业税金及附加	283	245	386	515	564
其他流动资产	359	479	585	642	729	销售费用	434	478	516	562	630
流动资产合计	6027	6698	8031	8740	9630	管理费用	112	107	120	136	149
固定资产	147	141	171	198	223	研发费用	8	8	9	10	12
无形资产及其他	23	21	20	19	19	财务费用	32	49	(44)	(52)	(55)
投资性房地产	159	296	296	296	296	投资收益	47	31	20	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	10	5	5	5
资产总计	6356	7156	8518	9254	10167	其他收入	(1)	(2)	(9)	(10)	(12)
短期借款及交易性金融负债	33	49	41	41	44	营业利润	951	969	1068	1191	1334
应付款项	79	90	126	135	150	营业外净收支	1	0	0	0	0
其他流动负债	2364	2807	3771	4074	4542	利润总额	952	969	1068	1191	1334
流动负债合计	2476	2946	3938	4250	4735	所得税费用	242	243	270	301	336
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	7	7	8	9
其他长期负债	90	216	267	334	416	归属于母公司净利润	707	719	791	882	989
长期负债合计	90	216	267	334	416	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2566	3162	4205	4584	5151	净利润	707	719	791	882	989
少数股东权益	6	11	14	18	21	资产减值准备	7	(12)	0	0	0
股东权益	3784	3983	4299	4652	4995	折旧摊销	22	18	16	19	21
负债和股东权益总计	6356	7156	8518	9254	10167	公允价值变动损失	0	(10)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	32	49	(44)	(52)	(55)
每股收益	0.91	0.92	1.02	1.13	1.27	营运资本变动	(98)	(409)	452	(444)	15
每股红利	0.46	0.70	0.61	0.68	0.83	其它	(5)	14	3	3	3
每股净资产	4.87	5.12	5.53	5.98	6.42	经营活动现金流	634	320	1258	455	1023
ROIC	20.47%	19.84%	23%	25%	27%	资本开支	0	(6)	(40)	(40)	(40)
ROE	18.68%	18.05%	18%	19%	20%	其它投资现金流	(111)	(72)	0	0	0
毛利率	11%	9%	8%	8%	8%	投资活动现金流	(111)	(78)	(40)	(40)	(40)
EBIT Margin	6%	5%	4%	4%	4%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	4%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	51%	22%	21%	13%	11%	支付股利、利息	(358)	(546)	(475)	(529)	(646)
净利润增长率	54%	2%	10%	12%	12%	其它融资现金流	362	609	(8)	0	3
资产负债率	40%	44%	50%	50%	51%	融资活动现金流	(354)	(482)	(483)	(529)	(643)
股息率	3.7%	5.7%	5.0%	5.5%	6.7%	现金净变动	169	(241)	735	(114)	340
P/E	13.5	13.3	12.1	10.8	9.7	货币资金的期初余额	1563	1732	1492	2226	2112
P/B	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9	货币资金的期末余额	1732	1492	2226	2112	2452
EV/EBITDA	12.7	12.9	13.6	12.4	11.5	企业自由现金流	0	330	1175	374	942
						权益自由现金流	0	939	1200	414	986

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