

## 菜百股份 (605599.SH)

## 金价驱动黄金投资产品热销，25Q1 业绩超预期

公司 24 年营收+22%、归母净利润+2%，25Q1 营收+30%、归母净利润+17%，由于金价持续上涨，公司贵金属投资及文化产品持续热销驱动收入增长，24 年贵金属投资收入占比达 64%；但同时受产品结构变化影响，利润率出现下行。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.03 亿、8.70 亿、9.30 亿元，同比分别+12%、+8%、+7%，对应 25PE13.1X、26PE12.1X，维持“强烈推荐”评级。

□ 24Q4 及 25Q1 业绩超预期。1) 2024 年公司实现营收 202.33 亿元 (同比+22.24%)，归母净利润 7.19 亿元 (+1.73%)；2) 单 24Q4 实现营收 48.87 亿元 (+16.84%)，归母净利润 1.65 亿元 (+43.00%)；3) 25Q1 实现营收 82.22 亿元 (+30.18%)，归母净利润 3.20 亿元 (+17.32%)。

□ 受益于金价上涨，2024 年贵金属投资&文化产品收入高速增长，预计 25Q1 势头延续。1) 分产品：2024 年黄金饰品收入 54.73 亿元 (同比-11.14%)，贵金属投资产品 129.06 亿元 (+45.28%)，贵金属文化产品 15.63 亿元 (+40.87%)，钻石珠宝饰品 1.41 亿元 (-34.32%)，联营佣金收入 1.32 亿元 (-23.61%)。贵金属投资产品占比提升至 64% (+10pct)，黄金饰品占比下降至 27% (-10pct)。2) 分渠道：2024 年线下收入 150.95 亿元 (+13.40%)，线上收入 48.18 亿元 (+60.26%)，银行收入 3.01 亿元 (+43.48%)。

□ 产品结构变化致利润率下行。1) 2024 年销售毛利率 8.94% (同比-1.74pct)，销售净利率 3.59% (-0.71pct)，下滑主要系贵金属投资产品收入占比提升。分产品看，2024 年黄金饰品毛利率 18.51% (+0.66pct)，贵金属投资产品 2.71% (-0.08pct)，贵金属文化产品 16.13% (+1.97pct)。2024 年销售费用率 2.36% (-0.26pct)，管理费用率 0.53% (-0.15pct)，财务费用率 0.24% (+0.05pct)。2) 25Q1 销售毛利率 8.34% (-1.66pct)，销售净利率 3.95% (-0.38pct)；季内销售费用率 2.03% (-0.23pct)，管理费用率 0.42% (-0.14pct)，财务费用率 0.22% (-0.02pct)。

□ 全直营门店稳步扩张。2024 年末，公司直营连锁门店数量达 100 家，全年新开设门店 20 家、关闭门店 7 家，净增 13 家。据一季度经营数据公告，25Q1 新增门店 4 家、闭店 2 家，同时拟新增 3 家于 Q2 开业。

□ 盈利预测与投资建议。公司作为华北地区黄金珠宝龙头，“菜百首饰”品牌深入人心，线下门店稳步扩张并持续强化全渠道运营。由于金价持续上涨，公司贵金属投资及文化产品持续热销，预计全年收入端增速较好，但利润率仍受到产品结构变化影响下滑，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.03 亿、8.70 亿、9.30 亿元，同比+12%、+8%、+7%，对应 25PE13.1X、26PE12.1X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：金价波动风险，终端需求不及预期的风险，门店拓展不及预期的风险，盈利能力下降的风险。

## 强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：13.53 元

## 基础数据

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 总股本 (百万股)         | 778    |
| 已上市流通股 (百万股)      | 778    |
| 总市值 (十亿元)         | 10.5   |
| 流通市值 (十亿元)        | 10.5   |
| 每股净资产 (MRQ)       | 5.6    |
| ROE (TTM)         | 17.6   |
| 资产负债率             | 47.3%  |
| 主要股东 北京金正资产投资经营有限 |        |
| 主要股东持股比例          | 24.57% |

## 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《菜百股份 (605599) —24Q3 业绩跌幅收窄，渠道扩张稳步推进》2024-10-29
- 2、《菜百股份 (605599) —24H1 贵金属投资需求旺盛，收入高增、利润率承压》2024-08-30
- 3、《菜百股份 (605599) —黄金珠宝高景气叠加内部提质增效，2023 年业绩高速增长》2024-01-29

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

王雪玉 研究助理

wangxueyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 16552 | 20233 | 24825 | 28429 | 31371 |
| 同比增长       | 51%   | 22%   | 23%   | 15%   | 10%   |
| 营业利润(百万元)  | 951   | 969   | 1073  | 1161  | 1250  |
| 同比增长       | 54%   | 2%    | 11%   | 8%    | 8%    |
| 归母净利润(百万元) | 707   | 719   | 803   | 870   | 930   |
| 同比增长       | 54%   | 2%    | 12%   | 8%    | 7%    |
| 每股收益(元)    | 0.91  | 0.92  | 1.03  | 1.12  | 1.20  |
| PE         | 14.9  | 14.6  | 13.1  | 12.1  | 11.3  |
| PB         | 2.8   | 2.6   | 2.5   | 2.4   | 2.2   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E        | 2027E        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 6027        | 6698        | 8695        | 9702         | 10906        |
| 现金             | 1732        | 1492        | 2383        | 2516         | 3019         |
| 交易性投资          | 403         | 475         | 475         | 475          | 475          |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 应收款项           | 235         | 246         | 279         | 320          | 353          |
| 其它应收款          | 65          | 60          | 73          | 84           | 93           |
| 存货             | 3233        | 3947        | 4897        | 5635         | 6225         |
| 其他             | 359         | 479         | 588         | 673          | 743          |
| <b>非流动资产</b>   | 329         | 459         | 447         | 436          | 427          |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 固定资产           | 147         | 141         | 136         | 132          | 128          |
| 无形资产商誉         | 23          | 21          | 19          | 17           | 15           |
| 其他             | 159         | 296         | 291         | 287          | 284          |
| <b>资产总计</b>    | <b>6356</b> | <b>7156</b> | <b>9141</b> | <b>10138</b> | <b>11333</b> |
| <b>流动负债</b>    | 2476        | 2946        | 4681        | 5442         | 6395         |
| 短期借款           | 0           | 0           | 1118        | 1367         | 1910         |
| 应付账款           | 79          | 90          | 112         | 129          | 143          |
| 预收账款           | 284         | 329         | 409         | 470          | 519          |
| 其他             | 2113        | 2527        | 3042        | 3475         | 3822         |
| <b>长期负债</b>    | 90          | 216         | 216         | 216          | 216          |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他             | 90          | 216         | 216         | 216          | 216          |
| <b>负债合计</b>    | <b>2566</b> | <b>3162</b> | <b>4897</b> | <b>5658</b>  | <b>6611</b>  |
| 股本             | 778         | 778         | 778         | 778          | 778          |
| 资本公积金          | 832         | 832         | 832         | 832          | 832          |
| 留存收益           | 2175        | 2373        | 2616        | 2844         | 3078         |
| 少数股东权益         | 6           | 11          | 19          | 27           | 35           |
| 归属于母公司所有者权益    | 3784        | 3983        | 4226        | 4453         | 4687         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>6356</b> | <b>7156</b> | <b>9141</b> | <b>10138</b> | <b>11333</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023       | 2024         | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|----------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 691        | 381          | 334        | 500        | 672        |
| 净利润            | 710        | 726          | 810        | 878        | 938        |
| 折旧摊销           | 38         | 38           | 21         | 19         | 18         |
| 财务费用           | 23         | 26           | 20         | 55         | 76         |
| 投资收益           | (15)       | (16)         | (76)       | (90)       | (68)       |
| 营运资金变动         | (71)       | (393)        | (445)      | (366)      | (295)      |
| 其它             | 5          | 0            | 4          | 4          | 3          |
| <b>投资活动现金流</b> | (127)      | (93)         | 68         | 82         | 60         |
| 资本支出           | (33)       | (41)         | (8)        | (8)        | (8)        |
| 其他投资           | (94)       | (52)         | 76         | 90         | 68         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (443)      | (641)        | 489        | (449)      | (229)      |
| 借款变动           | (63)       | (138)        | 1069       | 249        | 543        |
| 普通股增加          | 0          | 0            | 0          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | 0          | 0            | 0          | 0          | 0          |
| 股利分配           | (358)      | (544)        | (560)      | (642)      | (696)      |
| 其他             | (22)       | 42           | (20)       | (55)       | (76)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>121</b> | <b>(352)</b> | <b>891</b> | <b>133</b> | <b>503</b> |

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业总收入</b>     | 16552      | 20233      | 24825      | 28429      | 31371      |
| 营业成本             | 14785      | 18424      | 22905      | 26354      | 29113      |
| 营业税金及附加          | 283        | 245        | 300        | 344        | 379        |
| 营业费用             | 434        | 478        | 487        | 500        | 521        |
| 管理费用             | 112        | 107        | 106        | 93         | 87         |
| 研发费用             | 8          | 8          | 10         | 12         | 13         |
| 财务费用             | 32         | 49         | 20         | 55         | 76         |
| 资产减值损失           | (12)       | (0)        | 0          | 0          | 0          |
| 公允价值变动收益         | 13         | 11         | 11         | 15         | 13         |
| 其他收益             | 6          | 5          | 5          | 5          | 5          |
| 投资收益             | 47         | 31         | 60         | 70         | 50         |
| <b>营业利润</b>      | 951        | 969        | 1073       | 1161       | 1250       |
| 营业外收入            | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| 营业外支出            | 0          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| <b>利润总额</b>      | 952        | 969        | 1073       | 1161       | 1250       |
| 所得税              | 242        | 243        | 263        | 283        | 311        |
| 少数股东损益           | 4          | 7          | 7          | 8          | 9          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>707</b> | <b>719</b> | <b>803</b> | <b>870</b> | <b>930</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 51%   | 22%   | 23%   | 15%   | 10%   |
| 营业利润           | 54%   | 2%    | 11%   | 8%    | 8%    |
| 归母净利润          | 54%   | 2%    | 12%   | 8%    | 7%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 10.7% | 8.9%  | 7.7%  | 7.3%  | 7.2%  |
| 净利率            | 4.3%  | 3.6%  | 3.2%  | 3.1%  | 3.0%  |
| ROE            | 19.7% | 18.5% | 19.6% | 20.0% | 20.3% |
| ROIC           | 19.8% | 19.2% | 17.2% | 16.1% | 15.7% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 40.4% | 44.2% | 53.6% | 55.8% | 58.3% |
| 净负债比率          | 0.5%  | 0.7%  | 12.2% | 13.5% | 16.9% |
| 流动比率           | 2.4   | 2.3   | 1.9   | 1.8   | 1.7   |
| 速动比率           | 1.1   | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 2.8   | 3.0   | 3.0   | 2.9   | 2.9   |
| 存货周转率          | 5.0   | 5.1   | 5.2   | 5.0   | 4.9   |
| 应收账款周转率        | 67.8  | 84.1  | 94.6  | 95.0  | 93.3  |
| 应付账款周转率        | 200.6 | 217.5 | 226.0 | 218.1 | 214.0 |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.91  | 0.92  | 1.03  | 1.12  | 1.20  |
| 每股经营净现金        | 0.89  | 0.49  | 0.43  | 0.64  | 0.86  |
| 每股净资产          | 4.87  | 5.12  | 5.43  | 5.73  | 6.03  |
| 每股股利           | 0.70  | 0.72  | 0.83  | 0.89  | 0.96  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 14.9  | 14.6  | 13.1  | 12.1  | 11.3  |
| PB             | 2.8   | 2.6   | 2.5   | 2.4   | 2.2   |
| EV/EBITDA      | 13.0  | 12.6  | 11.7  | 10.6  | 9.7   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。