

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

菜百股份 (605599. SH)

投资评级

上次评级

蔡昕妤 商社分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

# 菜百股份 (605599. SH) 25H1 点评: 投资金条销售带动收入快速增长, 利润表现稳健

2025年8月28日

**事件:** 公司发布 25H1 业绩, 实现收入 152.48 亿元, 同增 39%, 归母净利润 4.59 亿元, 同增 14.75%, 扣非归母净利润 3.96 亿元, 同增 2.57%。25Q1/Q2 分别实现营收 82.22/70.26 亿元, 同增 30%/50%, 归母净利润 3.20/1.39 亿元, 同比+17%/+9%, 扣非归母净利润 2.77/1.19 亿元, 同比+10%/-11%。

## 点评:

**线上及线下渠道均实现较快收入增长。**分渠道来看, 1) 线下: 我们预计线下渠道收入维持较快增长, 25Q2 净开店 1 家, 截至 2025.6.30 共有线下直营连锁门店 103 家; 2) 线上: 表现亮眼、占总收入的比例提升, 25H1 电商子公司营收 43 亿元, 同增 86%, 电商子公司净利润 5337 万元, 同增 277%。公司电商渠道覆盖包括菜百首饰自营官方商城及在京东、天猫、抖音等电商平台开设的线上店铺、直播销售等在内的覆盖全国市场的线上销售网络。

**25Q2 销售增长主要来自黄金产品, 产品结构变动致毛利率同比下降。**25Q2 黄金珠宝零售/联营佣金/其他业务收入分别为 69.92/0.26/0.07 亿元, 同比+51%/-10%/+57%。25H1 毛利率 7.15%, 同比-1.92pct, 25Q1/25Q2 毛利率分别为 8.3%/5.8%, 同比-1.7/-2.0pct。我们预计毛利率下降主要因为黄金珠宝销售中投资类产品的增幅显著, 而投资类产品毛利率低于黄金饰品。

**投资类产品销售占比提升, 对费用率有所摊薄。**25H1 期间费用率 2.64%, 同比-0.42pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率 2.04%/0.34%/0.23%/0.03%, 同比-0.32/-0.11/+0.01/-0.01pct。其中销售费用增长 20.2%, 主要来自门店人员成本及门店租金等运营费用、线上平台服务费增加; 管理费用增长 4.6%, 主要系人工成本增加; 财务费用增长 43.6%, 主要系销售增长导致刷卡手续费增加及利息收入下降; 研发费用增长 15.0%, 主要为研发投入有所增加。25H1 归母净利率 3.01%, 同比-0.63pct。

**盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 8.28/9.17/10.10 亿元, 同比增长 15.2%/10.7%/10.2%, 对应 8 月 28 日收盘价 PE 分别为 13/12/11X。

**风险因素:** 金价剧烈波动, 黄金珠宝消费不及预期, 开店不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	16,552	20,233	27,208	29,580	31,831
增长率 YoY %	50.6%	22.2%	34.5%	8.7%	7.6%
归属母公司净利润 (百万元)	707	719	828	917	1,010
增长率 YoY%	53.6%	1.7%	15.2%	10.7%	10.2%
毛利率%	10.7%	8.9%	7.8%	7.8%	7.8%
净资产收益率ROE%	18.7%	18.1%	19.7%	20.8%	21.8%
EPS(摊薄)(元)	0.91	0.92	1.07	1.18	1.30
市盈率 P/E(倍)	15.71	15.45	13.41	12.11	10.99
市净率 P/B(倍)	2.93	2.79	2.64	2.52	2.39

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	6,027	6,698	7,796	8,533	9,272	
货币资金	1,732	1,492	1,663	2,026	2,436	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	235	246	326	347	366	
预付账款	26	16	25	27	29	
存货	3,233	3,947	4,671	4,925	5,137	
其他	800	997	1,110	1,208	1,304	
<b>非流动资产</b>	329	459	473	471	457	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	147	141	135	121	100	
无形资产	23	21	19	17	15	
其他	159	296	319	333	342	
<b>资产总计</b>	6,356	7,156	8,269	9,004	9,729	
<b>流动负债</b>	2,476	2,946	3,556	4,036	4,501	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	79	90	120	129	137	
其他	2,397	2,856	3,437	3,907	4,364	
<b>非流动负债</b>	90	216	482	532	562	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	90	216	482	532	562	
<b>负债合计</b>	2,566	3,162	4,039	4,568	5,063	
少数股东权益	6	11	16	20	25	
归属母公司股东权益	3,784	3,983	4,214	4,416	4,641	
<b>负债和股东权益</b>	6,356	7,156	8,269	9,004	9,729	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	16,552	20,233	27,208	29,580	31,831	
同比 (%)	50.6%	22.2%	34.5%	8.7%	7.6%	
归属母公司净利润	707	719	828	917	1,010	
同比	53.6%	1.7%	15.2%	10.7%	10.2%	
毛利率 (%)	10.7%	8.9%	7.8%	7.8%	7.8%	
ROE%	18.7%	18.1%	19.7%	20.8%	21.8%	
EPS (摊薄)(元)	0.91	0.92	1.07	1.18	1.30	
P/E	15.71	15.45	13.41	12.11	10.99	
P/B	2.93	2.79	2.64	2.52	2.39	
EV/EBITDA	9.77	6.98	8.12	7.09	6.21	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业总收入</b>	16,55	20,233	27,208	29,580	31,831	
营业成本	14,78	18,424	25,098	27,275	29,354	
营业税金及附加	283	245	329	358	385	
销售费用	434	478	544	592	621	
管理费用	112	107	114	118	121	
研发费用	8	8	10	10	10	
财务费用	32	49	13	24	25	
减值损失合计	-13	-1	-8	-8	-8	
投资净收益	47	31	41	44	48	
其他	19	17	-21	-10	1	
<b>营业利润</b>	951	969	1,111	1,230	1,356	
营业外收支	1	0	1	1	1	
<b>利润总额</b>	952	969	1,112	1,231	1,356	
所得税	242	243	279	309	341	
<b>净利润</b>	710	726	833	922	1,015	
少数股东损益	4	7	4	5	5	
<b>归属母公司净利润</b>	707	719	828	917	1,010	
EBITDA	1,015	1,077	1,216	1,348	1,478	
EPS (当年)(元)	0.91	0.92	1.07	1.18	1.30	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	691	381	262	766	892	
净利润	710	726	833	922	1,015	
折旧摊销	91	101	91	94	96	
财务费用	23	26	20	32	35	
投资损失	-15	-16	-41	-44	-48	
营运资金变动	-135	-452	-695	-264	-224	
其它	16	-3	53	26	17	
<b>投资活动现金流</b>	-127	-93	-115	-97	-84	
资本支出	-33	-41	-112	-92	-82	
长期投资	0	0	-50	-50	-50	
其他	-94	-52	47	44	48	
<b>筹资活动现金流</b>	-443	-641	25	-306	-399	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-358	-546	-674	-756	-829	
<b>现金流净增加额</b>	121	-352	172	363	409	

## 研究团队简介

**范欣悦**，商社首席分析师，CFA。曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

**蔡昕妤**，商社分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、社服板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。