

纺织服饰

2025 年 08 月 30 日

菜百股份 (605599)

——黄金投资需求高速增长，产品结构影响毛利率表现

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2025 半年度报告，业绩符合预期。**据公司公告，1) 25H1 公司实现营业收入 152.48 亿元，同比+38.75%；归母净利润 4.59 亿元，同比+14.75%；2) 25Q2 公司实现营业收入 70.26 亿元，同比+50.34%；归母净利润 1.39 亿元，同比+9.24%。
- **线下稳扎华北区域深耕，线上加速拓展实现高速增长。**据公司公告，1) 线下渠道：25Q2 公司新开设线下门店 5 家，均位于华北地区，关闭直营门店 4 家，其中陕西/河北各 3/1 家门店。截至 2025 年 6 月底，共有直营门店 103 家，其中华北地区 95 家、华北以外地区 8 家。2) 线上渠道：公司已在京东、天猫、抖音等电商平台布局线上店铺及直播销售，形成了覆盖全国的线上销售网络。线上渠道保持高速增长，货架电商规模稳定，直播业务销售增幅显著，报告期内电商子公司实现营业收入 42.71 亿元，同比增长 85.77%。
- **金价高企，贵金属投资类产品需求强劲。**据中国黄金协会，25H1 黄金首饰和金条金币消费量达 200/264 吨，同比分别-26.00%/+23.69%，高金价下，黄金首饰消费受到抑制，金条需求仍然旺盛。公司投资金条消费心智强劲，贵金属投资类产品需求大幅上升。据公司公告，25H1 毛利率为 7.15%，同比-1.92pct；25Q2 毛利率为 5.76%，同比-2.04pct，主因产品结构影响，低毛利率的贵金属投资产品占比大幅提升。25H1 公司期间费用率 2.64%，同比 -0.42pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.04%/0.34%/0.03%/0.23%，同比-0.32/-0.11/-0.01/+0.01pct。25Q2 公司期间费用率 2.55%，同比 -0.47pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.04%/0.24%/0.03%/0.24%，同比-0.44/-0.05/-0.01/+0.03pct。25H1 处置交易性金融负债取得的投资收益为-3.67 亿元，T+D 业务产生的投资收益为 4.11 亿元，二者合计为 0.44 亿元，黄金租赁及黄金 T+D 产生的合计影响有限。
- **匠心赋能品牌升级，创新“馆店结合”打造文化消费新体验。**公司将手工拉丝等前沿工艺融入“浮光蝶影”“2025 东方花园”等系列新品，契合“悦己消费”趋势，推动产品向个性化、情感化、差异化升级，携手景山公园、北京动物园推出联名文创产品，形成“皇家园林+城市地标”IP 矩阵。同时公司除总店以外全国最大直营连锁门店，北京祥云小镇店正式开业，面积达 1600 余平方米，创新升级“馆店结合”模式，打造集博物展陈、匠心设计、定制服务与艺术体验于一体的文化消费新场景。
- **维持“买入”评级。**公司深耕华北聚焦京津冀区域优势，坚持线上线下全渠道协同发展，产品匠心升级，创新“馆店结合”模式，持续强化品牌文化内涵与市场渗透，预计将有效驱动业绩长期稳健增长。我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 8.04/8.77 亿元/9.49 亿元，对应 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**黄金珠宝消费需求不及预期，拓店速度不及预期，金价下行风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	20,233	15,248	24,634	27,473	30,027
同比增长率 (%)	22.2	38.8	21.8	11.5	9.3
归母净利润 (百万元)	719	459	804	877	949
同比增长率 (%)	1.7	14.8	11.8	9.1	8.2
每股收益 (元/股)	0.92	0.59	1.03	1.13	1.22
毛利率 (%)	8.9	7.2	8.5	8.4	8.3
ROE (%)	18.1	11.7	19.0	19.5	19.9
市盈率	15		13	12	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 08 月 29 日

收盘价 (元)	13.95
一年内最高/最低 (元)	19.50/9.58
市净率	2.8
股息率% (分红/股价)	5.16
流通 A 股市值 (百万元)	10,850
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	5.05
资产负债率%	47.90
总股本/流通 A 股 (百万)	778/778
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《菜百股份 (605599) 点评：业绩增长超预期，金价上行拉动投资品需求》
2025/04/29

《菜百股份 (605599) 点评：销售增长韧性强，毛利率环比回升》2024/10/28

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lixl2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,552	20,233	24,634	27,473	30,027
其中：营业收入	16,552	20,233	24,634	27,473	30,027
减：营业成本	14,785	18,424	22,547	25,179	27,542
减：税金及附加	283	245	298	332	363
主营业务利润	1,484	1,564	1,789	1,962	2,122
减：销售费用	434	478	581	637	686
减：管理费用	112	107	150	162	174
减：研发费用	8	8	10	11	12
减：财务费用	32	49	17	18	14
经营性利润	898	922	1,031	1,134	1,236
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	1	0	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-13	-1	0	0	0
加：投资收益及其他	53	36	50	47	44
营业利润	951	969	1,080	1,181	1,280
加：营业外净收入	1	0	0	0	0
利润总额	952	969	1,080	1,181	1,280
减：所得税	242	243	269	296	322
净利润	710	726	811	885	958
少数股东损益	4	7	7	8	9
归属于母公司所有者的净利润	707	719	804	877	949

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。