

菜百股份 (605599.SH)

Q3 业绩增势良好，渠道布局稳步推进

公司 25Q3 业绩表现稳健，营收同比+19.93%、归母净利润同比+21.89%，毛利率环比改善。同时渠道布局稳步推进，季内净增门店 3 家。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.23 亿、9.42 亿、10.66 亿元，同比+14%、+14%、+13%，对应 25PE13.5X、26PE11.8X，维持“强烈推荐”评级。

□公司 25Q3 业绩表现稳健。25Q3 公司实现营收 52.24 亿元（同比+19.93%），归母净利润 1.88 亿元（同比+21.89%），扣非归母净利润 1.90 亿元（同比+36.38%）。前三季度公司累计实现营收 204.72 亿元（同比+33.41%），归母净利润 6.47 亿元（同比+16.74%），扣非归母净利润 5.85 亿元（同比+11.53%）。单 Q3 黄金珠宝零售收入 51.90 亿元（同比+20.03%），依旧贡献主要收入。

□门店数量稳步增加，Q3 季内净增 3 家。25Q3 新开直营门店 5 家（北京 3 家、天津 1 家、陕西 1 家），关闭门店 2 家（北京、天津各 1 家），单季度净增直营门店 3 家，季末门店数达 106 家。同时三季度末在陕西省新增 229 平方米储备门店 2 家，预计四季度开业。

□毛利率环比改善，费用优化提升净利率。公司 25 年前三季度毛利率为 7.66%（-1.29pct），单 Q3 为 9.15%（+0.48pct），季度环比改善明显。费用端，25 年前三季度销售/管理/财务费用率分别为 2.16%/0.37%/0.24%，分别同比 -0.22pct/-0.12pct/+0.01pct；单 Q3 销售/管理/财务费用率分别为 2.52%/0.47%/0.26%，分别同比+0.09/-0.13/+0.02pct，整体维持稳定。综合影响下，前三季度净利率为 3.23%（-0.41pct），25Q3 净利率为 3.67%（+0.10pct），单季度盈利能力小幅提升。

□经营现金流大幅改善，存货周转加快。25 年前三季度经营活动现金流净额为 17.58 亿元，同比+96.31%，预计主要受益于黄金珠宝零售收入增长带动的销售回款能力提升。前三季度存货周转天数 55 天，同比-7.8 天。

□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略下滑，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.23 亿、9.42 亿、10.66 亿元，同比+14%、+14%、+13%，对应 25PE13.5X、26PE11.8X，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

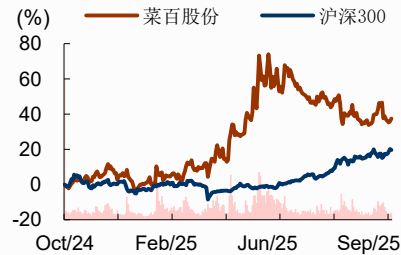
当前股价：14.28 元

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）	11.1
流通市值（十亿元）	11.1
每股净资产（MRQ）	5.4
ROE（TTM）	19.5
资产负债率	51.7%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	19	38
相对表现	-2	-6	19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《菜百股份（605599）—金价驱动黄金投资产品热销，25Q1 业绩超预期》2025-04-30
- 2、《菜百股份（605599）—24Q3 业绩跌幅收窄，渠道扩张稳步推进》2024-10-29
- 3、《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

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

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	25292	28046	30761
同比增长	51%	22%	25%	11%	10%
营业利润(百万元)	951	969	1093	1255	1424
同比增长	54%	2%	13%	15%	13%
归母净利润(百万元)	707	719	823	942	1066

同比增长	54%	2%	14%	14%	13%
每股收益(元)	0.91	0.92	1.06	1.21	1.37
PE	15.7	15.4	13.5	11.8	10.4
PB	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3

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
流动资产	6027	6698	7913	8550	9178
现金	1732	1492	1500	1500	1500
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	284	315	346
其它应收款	65	60	75	83	91
存货	3233	3947	4981	5514	6038
其他	359	479	599	664	728
非流动资产	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
资产总计	6356	7156	8360	8986	9605
流动负债	2476	2946	3879	4214	4510
短期借款	0	0	258	223	155
应付账款	79	90	114	126	139
预收账款	284	329	416	460	504
其他	2113	2527	3091	3404	3713
长期负债	90	216	216	216	216
长期借款	0	0	0	0	0
其他	90	216	216	216	216
负债合计	2566	3162	4095	4430	4726
股本	778	778	778	778	778
资本公积金	832	832	832	832	832
留存收益	2175	2373	2636	2919	3232
少数股东权益	6	11	19	28	37
归属于母公司所有者权益	3784	3983	4246	4529	4841
负债及权益合计	6356	7156	8360	8986	9605

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	691	381	264	597	725
净利润	710	726	830	950	1075
折旧摊销	38	38	21	19	18
财务费用	23	26	(7)	(5)	(6)
投资收益	(15)	(16)	(96)	(100)	(98)
营运资金变动	(71)	(393)	(489)	(271)	(267)
其它	5	0	5	3	3
投资活动现金流	(127)	(93)	88	92	90
资本支出	(33)	(41)	(8)	(8)	(8)
其他投资	(94)	(52)	96	100	98
筹资活动现金流	(443)	(641)	(343)	(689)	(815)
借款变动	(63)	(138)	209	(35)	(68)
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)	(658)	(753)
其他	(22)	42	7	5	6
现金净增加额	121	(352)	8	0	0

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16552	20233	25292	28046	30761
营业成本	14785	18424	23296	25788	28242
营业税金及附加	283	245	306	339	372
营业费用	434	478	582	645	708
管理费用	112	107	108	112	108
研发费用	8	8	10	12	13
财务费用	32	49	(7)	(5)	(6)
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	80	80	80
营业利润	951	969	1093	1255	1424
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	952	969	1093	1255	1424
所得税	242	243	263	305	349
少数股东损益	4	7	8	9	10
归属于母公司净利润	707	719	823	942	1066

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	51%	22%	25%	11%	10%
营业利润	54%	2%	13%	15%	13%
归母净利润	54%	2%	14%	14%	13%
获利能力					
毛利率	10.7%	8.9%	7.9%	8.1%	8.2%
净利率	4.3%	3.6%	3.3%	3.4%	3.5%
ROE	19.7%	18.5%	20.0%	21.5%	22.7%
ROIC	19.8%	19.2%	18.8%	19.9%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	40.4%	44.2%	49.0%	49.3%	49.2%
净负债比率	0.5%	0.7%	3.1%	2.5%	1.6%
流动比率	2.4	2.3	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.8	3.0	3.3	3.2	3.3
存货周转率	5.0	5.1	5.2	4.9	4.9
应收账款周转率	67.8	84.1	95.4	93.6	93.1
应付账款周转率	200.6	217.5	227.7	214.2	213.1
每股资料(元)					
EPS	0.91	0.92	1.06	1.21	1.37
每股经营净现金	0.89	0.49	0.34	0.77	0.93
每股净资产	4.87	5.12	5.46	5.82	6.22
每股股利	0.70	0.72	0.85	0.97	1.10
估值比率					
PE	15.7	15.4	13.5	11.8	10.4
PB	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.7	13.3	12.4	10.8	9.6

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。