

菜百股份 (605599. SH)

2025 年归母净利润预计增长 47%-71%，投资金+金饰品双推动

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师:	张峻豪	021-60933168	zhang.jh@guosen.com.cn	执证编码: S0980517070001
证券分析师:	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码: S0980522120001
证券分析师:	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090004

◆ 商贸零售 · 一般零售

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

事项:

公司公告: 公司发布 2025 年度业绩预告, 预计实现归母净利润 10. 6–12. 3 亿元, 同比增长 47. 43%–71. 07%, 扣非归母净利润 9. 52–11. 22 亿元, 同比增长 39. 16%–64. 03%。

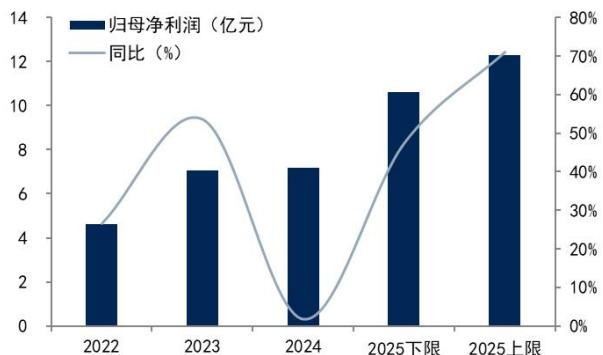
国信零售观点: 1) 单四季度看, 预计归母净利润 4. 13–5. 83 亿元, 同比增长 150. 48%–253. 52%。扣非归母净利润 3. 66–5. 36 亿元, 同比增长 130. 25%–237. 08%。2) 分产品看, 占比较高的贵金属投资产品受益于金价持续增长、菜百首饰在华北地区的知名度, 预计实现较快增长。此外, 首饰金在产品创新和消费复苏下预计亦实现正增长, 维持毛利率的韧性。3) 实际上, 公司投资金毛利率较低, 整体收入占比提升对整体毛利率有所压力。但目前来看, 公司投资金产品也在积极创新, 开发贺岁金条、IP 联名金条等产品, 毛利率相对较高。此外, 首饰金在菜百总店二层开设了“菜百典藏”专区, 销售古法、金镶钻等高毛利率产品, 不断推动产品结构优化。

总体上而言, 在金价预期中长期上行的背景下, 公司投资金产品持续受益。产品端持续升级, 在保持收入增长的同时支撑公司毛利水平。门店拓展亦稳步推进, 超 1600 平的北京顺义大店作为馆店结合”升级模板有望持续贡献业绩增量。考虑贵金属投资产品增长较好及饰品复苏, 我们上调公司 2025–2027 年归母净利润至 10. 62/13. 04/14. 65 亿元(前值分别为 7. 91/8. 82/9. 89 亿元), 对应 PE 分别为 15. 4/12. 1/11. 2 倍, 维持“优于大市”评级。

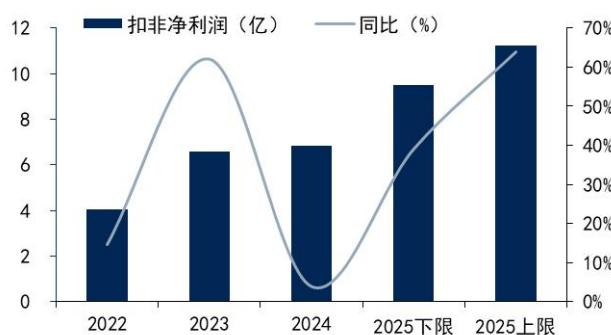
表1: 菜百股份盈利预测主要调整项目

调整项	2025E		2026E		2027E		调整原因
	原值	现值	原值	现值	原值	现值	
营业收入增速	21. 46%	77. 29%	13. 35%	45. 42%	11. 32%	19. 46%	金价持续上涨趋势下拉动投资金条的购买热情, 预计占营收的比重达到 80%, 推动整体营收加速。同时金饰品有所复苏, 实现增长
毛利率	8. 26%	7. 36%	8. 43%	6. 84%	8. 45%	6. 58%	贵金属投资金产品占比进一步提升, 该品类毛利率较低

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理预测

图1: 菜百股份归母净利润 (亿元、%)


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 菜百股份扣非归母净利润 (亿元、%)


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 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；产品创新不及预期。

相关研究报告：

- 《菜百股份 (605599.SH) -三季度利润加速增长，门店网络加密扩张》 ——2025-10-29
- 《菜百股份 (605599.SH) -业绩稳健双位数增长，营销网络加密拓展》 ——2025-08-28
- 《菜百股份 (605599.SH) -一季度归母净利润增长 17%，首飾金持续产品创新》 ——2025-04-29
- 《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

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	1631	1596	1596	营业收入	16552	20233	35871	52165	62314
应收款项	300	306	511	715	854	营业成本	14785	18424	33229	48598	58214
存货净额	3233	3947	6478	9773	11378	营业税金及附加	283	245	563	965	1134
其他流动资产	359	479	854	1202	1465	销售费用	434	478	573	684	786
流动资产合计	6027	6698	9948	13761	15767	管理费用	112	107	120	155	176
固定资产	147	141	171	193	213	研发费用	8	8	13	19	23
无形资产及其他	23	21	20	19	19	财务费用	32	49	(37)	(16)	4
投资性房地产	159	296	296	296	296	投资收益	47	31	20	0	0
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	0	0
资产总计	6356	7156	10435	14269	16294	其他收入	(1)	(2)	(13)	(19)	(23)
短期借款及交易性金融负债	33	49	41	1043	893	营业利润	951	969	1433	1760	1977
应付款项	79	90	185	257	307	营业外收支	1	0	0	0	0
其他流动负债	2364	2807	5520	7686	9216	利润总额	952	969	1433	1760	1977
流动负债合计	2476	2946	5746	8986	10417	所得税费用	242	243	362	444	498
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	7	10	12	13
其他长期负债	90	216	267	334	416	归属于母公司净利润	707	719	1062	1304	1465
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	6013	9320	10832	净利润	707	719	1062	1304	1465
少数股东权益	6	11	15	20	25	资产减值准备	7	(12)	0	0	0
股东权益	3784	3983	4407	4929	5437	折旧摊销	22	18	16	19	21
负债和股东权益总计	6356	7156	10435	14269	16294	公允价值变动损失	0	(10)	(5)	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	32	49	(37)	(16)	4
每股收益	0.91	0.92	1.37	1.68	1.88	营运资本变动	(98)	(409)	(252)	(1542)	(345)
每股红利	0.46	0.70	0.82	1.01	1.23	其它	(5)	14	4	5	5
每股净资产	4.87	5.12	5.67	6.34	6.99	经营活动现金流	634	320	824	(215)	1146
ROIC	20.47%	19.84%	28%	28%	26%	资本开支	0	(6)	(40)	(40)	(40)
ROE	18.68%	18.05%	24%	26%	27%	其它投资现金流	(111)	(72)	0	0	0
毛利率	11%	9%	7%	7%	7%	投资活动现金流	(111)	(78)	(40)	(40)	(40)
EBIT Margin	6%	5%	4%	3%	3%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	4%	3%	3%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	51%	22%	77%	45%	19%	支付股利、利息	(358)	(546)	(637)	(782)	(957)
净利润增长率	54%	2%	48%	23%	12%	其它融资现金流	362	609	(8)	1002	(149)
资产负债率	40%	44%	58%	65%	67%	融资活动现金流	(354)	(482)	(645)	220	(1106)
股息率	2.2%	3.3%	3.9%	4.8%	5.8%	现金净变动	169	(241)	139	(35)	0
P/E	23.2	22.8	15.4	12.6	11.2	货币资金的期初余额	1563	1732	1492	1631	1596
P/B	4.3	4.1	3.7	3.3	3.0	货币资金的期末余额	1732	1492	1631	1596	1596
EV/EBITDA	19.9	19.8	16.1	14.6	13.6	企业自由现金流	0	330	749	(259)	1118
						权益自由现金流	0	939	768	755	965

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±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±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

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