

菜百股份 (605599.SH)

华北黄金珠宝龙头，直营&区域红利助力新成长

公司概况：华北黄金珠宝龙头，稳健高分红。（1）华北区域品牌积淀深厚。公司前身为北京菜市口百货商场，初期从事百货经营，2010年成为黄金珠宝专业经营公司。公司1997年被授予“京城黄金第一家”，2006年成为商务部第一批命名的“中华老字号”企业；其中北京总店营业面积8800平米为国内黄金珠宝行业内规模领先的单体零售门店，2025年4月祥云小镇店开业，营业面积1600余平方米。（2）业绩：2025年公司预计归母净利润10.6-12.3亿元同比增长47.43%-71.07%，2018-24年公司收入/归母净利润CAGR各为15%/12%；2025年6月底，公司共有门店数103家，2018-24年间每年净增6-17家。（3）稳健高分红：2018-24年公司加权ROE均稳定14%以上，2021-2024年分红率维持76%以上。

股权结构：背靠西城区国资委，管理层&员工激励充分。（1）股权结构较为稳定：公司实控人为北京市西城区国资委（通过北京金正资产间接持股24.57%），明牌实业/恒安天润/云南开发各持有16.20%/13.28%/8.69%。（2）股权激励：公司设立时实施员工持股，2019年12月职工持股会（占比13.25%，含752名员工）将间接持股还原至全体自然人直接持股；公司董事长谢华萍女士/总经理宁才刚先生各持股103/103万股，副总经理时磊女士/董振邦先生/杨娜女士/李运让先生各持有103/65/46/21万股。

亮点：税改后投资金条份额有望提升，北京金银珠宝社零高景气。（1）投资金条：投资金条税改后份额有望提升。公司投资金零售为主，消费者心智强，税改新政后公司投资金条价格优势明显；公司投资金在金价上行期量价齐升，且对单克毛利额有正向促进作用。（2）黄金饰品：产品极具性价比且产品力持续升级。公司挂牌价通常低于其他黄金珠宝品牌，税改后公司加价倍数由1.24倍提升至1.35倍（其他品牌为1.39倍），价格优势持续，且公司的按克计价黄金产品大部分为零工费；公司产品持续迭代，推出手工拉丝、“丝蕴金”等系列新品，并在总店二层开设“菜百典藏”专区，强化文化消费属性。（3）北京区域历史悠久，受益于北京金银珠宝消费高景气。2025年北京限额以上金银珠宝零售同比增39.5%，远高于全国大盘增速12.8%；公司在北京历史积淀深厚，且我们预计营收90%以上来自北京区域贡献，有望受益于北京金银珠宝消费高景气。

投资建议：公司为华北黄金珠宝龙头，税改后投资金条份额有望提升，且受益于北京金银珠宝社零高景气。我们预计2025-27年公司收入各317/435/524亿元，同比增57%/37%/20%；归母净利润各11.7/14.2/15.8亿元，同比增63%/21%/11%；首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观消费疲软，行业竞争风险，金价波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,552	20,233	31,717	43,529	52,381
增长率 yoy (%)	50.6	22.2	56.8	37.2	20.3
归母净利润(百万元)	707	719	1,169	1,419	1,579
增长率 yoy (%)	53.6	1.7	62.6	21.4	11.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.91	0.92	1.50	1.82	2.03
净资产收益率(%)	18.7	18.1	25.3		25.9
P/E(倍)	23.9	23.5	14.5	11.9	10.7
P/B(倍)	4.5	4.2	3.7	3.2	2.8

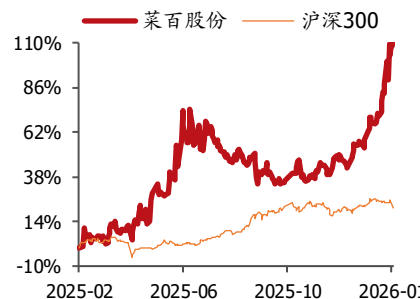
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年02月02日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	饰品
02月02日收盘价(元)	21.75
总市值(百万元)	16,916.67
总股本(百万股)	777.78
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	8.22

股价走势



作者

分析师	李宏科
执业证书编号:	S0680525090002
邮箱:	lihongke@gszq.com
分析师	张冰清
执业证书编号:	S0680525110002
邮箱:	zhangbingqing1@gszq.com
分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6027	6698	8162	9321	10552
现金	1732	1492	1647	1968	2459
应收票据及应收账款	235	246	522	621	749
其他应收款	65	60	113	152	175
预付账款	26	16	26	48	48
存货	3233	3947	4854	5391	5845
其他流动资产	735	937	1001	1141	1277
非流动资产	329	459	390	310	299
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	147	141	122	103	85
无形资产	23	21	19	17	15
其他非流动资产	159	296	248	189	199
资产总计	6356	7156	8552	9631	10851
流动负债	2476	2946	3542	3807	4102
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	79	90	168	216	261
其他流动负债	2397	2856	3375	3591	3841
非流动负债	90	216	361	481	601
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	90	216	361	481	601
负债合计	2566	3162	3904	4288	4704
少数股东权益	6	11	22	35	50
股本	778	778	778	778	778
资本公积	832	832	832	832	832
留存收益	2088	2263	2812	3493	4283
归属母公司股东权益	3784	3983	4627	5308	6097
负债和股东权益	6356	7156	8552	9631	10851

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	691	381	598	1013	1204
净利润	710	726	1180	1432	1594
折旧摊销	91	101	132	127	43
财务费用	23	26	28	46	64
投资损失	-15	-16	-63	-87	-105
营运资金变动	-135	-452	-705	-504	-391
其他经营现金流	16	-3	27	-1	-2
投资活动现金流	-127	-93	-24	-27	20
资本支出	-33	-41	-51	-31	-20
长期投资	0	0	-22	-68	-54
其他投资现金流	-94	-52	50	72	95
筹资活动现金流	-443	-641	-420	-664	-734
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-443	-641	-420	-664	-734
现金净增加额	121	-352	155	322	490

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16552	20233	31717	43529	52381
营业成本	14785	18424	29123	40433	48933
营业税金及附加	283	245	383	526	633
营业费用	434	478	549	588	629
管理费用	112	107	107	110	115
研发费用	8	8	8	8	8
财务费用	32	49	43	50	54
资产减值损失	-13	-1	0	0	0
其他收益	6	5	9	12	14
公允价值变动收益	13	11	0	0	0
投资净收益	47	31	63	87	105
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	951	969	1575	1913	2129
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	1575	1913	2129
所得税	242	243	396	481	535
净利润	710	726	1180	1432	1594
少数股东损益	4	7	11	13	15
归属母公司净利润	707	719	1169	1419	1579
EBITDA	1015	1077	1750	2089	2226
EPS (元/股)	0.91	0.92	1.50	1.82	2.03

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	50.6	22.2	56.8	37.2	20.3
营业利润(%)	54.3	1.9	62.6	21.4	11.3
归属母公司净利润(%)	53.6	1.7	62.6	21.4	11.3
获利能力					
毛利率(%)	10.7	8.9	8.2	7.1	6.6
净利率(%)	4.3	3.6	3.7	3.3	3.0
ROE(%)	18.7	18.1	25.3	26.7	25.9
ROIC(%)	17.9	17.5	24.4	25.4	24.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.4	44.2	45.6	44.5	43.3
净负债比率(%)	-43.9	-32.9	-28.7	-28.8	-31.0
流动比率	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	2.8	3.0	4.0	4.8	5.1
应收账款周转率	67.8	84.1	82.6	76.2	76.5
应付账款周转率	200.6	217.5	225.8	211.0	205.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.92	1.50	1.82	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.49	0.77	1.30	1.55
每股净资产(最新摊薄)	4.87	5.12	5.95	6.82	7.84
估值比率					
P/E	23.9	23.5	14.5	11.9	10.7
P/B	4.5	4.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	9.8	7.0	8.9	7.4	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 02 日收盘价

内容目录

1. 华北黄金珠宝龙头，稳健高分红.....	5
1.1 概况：京城黄金第一家，华北区域品牌积淀深厚.....	5
1.2 业务构成：投资金条&黄金首饰双轮驱动，线上维持较高增速.....	7
1.3 公司治理：背靠西城区国资委，设立员工持股平台.....	9
2. 亮点：税改后投资金条份额提升，北京金银珠宝社零高景气.....	11
2.1 金饰极具性价比&产品力优，投资金条税改后份额有望提升.....	11
2.1.1 投资金条税改后份额有望提升.....	11
2.1.2 黄金饰品：坚持“标实价、卖真货、卖好货”，产品极具性价比.....	13
2.2 北京区域历史悠久，受益于北京金银珠宝消费高景气.....	16
3. 财务分析：高周转驱动高 ROE，直营模式高经营杠杆.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司营收及增速.....	6
图表 3: 公司归母净利润及增速.....	6
图表 4: 公司净利率 (%).....	6
图表 5: 公司门店数.....	6
图表 6: 公司加权 ROE (%).....	6
图表 7: 公司现金分红及分红率.....	6
图表 8: 黄金相关产品销售及单克毛利测算.....	8
图表 9: 公司分渠道销售额 (亿元).....	9
图表 10: 公司线上销售额及增速.....	9
图表 11: 公司线下销售额及增速.....	9
图表 12: 公司银行渠道销售额及增速.....	9
图表 13: 公司管理层简介.....	10
图表 14: 公司分渠道销售额占比 (%).....	12
图表 15: 中国黄金协会：金条及金币消费量增速与沪金均价.....	12
图表 16: 公司投资金条销量与 ASP.....	12
图表 17: 公司投资金条单克毛利额与金价变动幅度.....	12
图表 18: 投资金条价格对比：与黄金饰品品牌对比 (20260122).....	12
图表 19: 投资金条价格对比：与银行对比 (20260122).....	13
图表 20: 黄金珠宝品牌门店端挂牌价 (元/克).....	14
图表 21: 黄金珠宝品牌门店端挂牌价相较于沪金收盘价倍数 (倍，月度平均).....	14
图表 22: 公司产品矩阵.....	15
图表 23: 公司品牌矩阵.....	15
图表 24: 北京限额以上金银珠宝零售额.....	16
图表 25: 总店与分店收入.....	16
图表 26: 公司分区域门店数.....	17
图表 27: 公司分区域每平米营业面积销售额 (万元).....	17
图表 28: 公司分区域平均销售增长率 (%).....	17
图表 29: 2024 年公司分区域平均单店建筑面积/使用面积 (平米).....	17
图表 30: 连环替代法计算 ROE 三因素贡献 (2018-2024).....	18
图表 31: 公司分产品毛利率 (%).....	18
图表 32: 公司产品结构 (%).....	18
图表 33: 公司费用结构 (亿元).....	19
图表 34: 销售费用率对比 (%).....	19
图表 35: 公司毛利率与费用率.....	19

图表 36:	经营活动净现金流/归母净利润.....	19
图表 37:	黄金珠宝主要公司流动比率对比	19
图表 38:	黄金珠宝主要公司资产负债率对比 (%)	19
图表 39:	营业收入与毛利率预测	21
图表 40:	黄金珠宝行业可比公司估值情况 (倍, 20260202)	21

1. 华北黄金珠宝龙头，稳健高分红

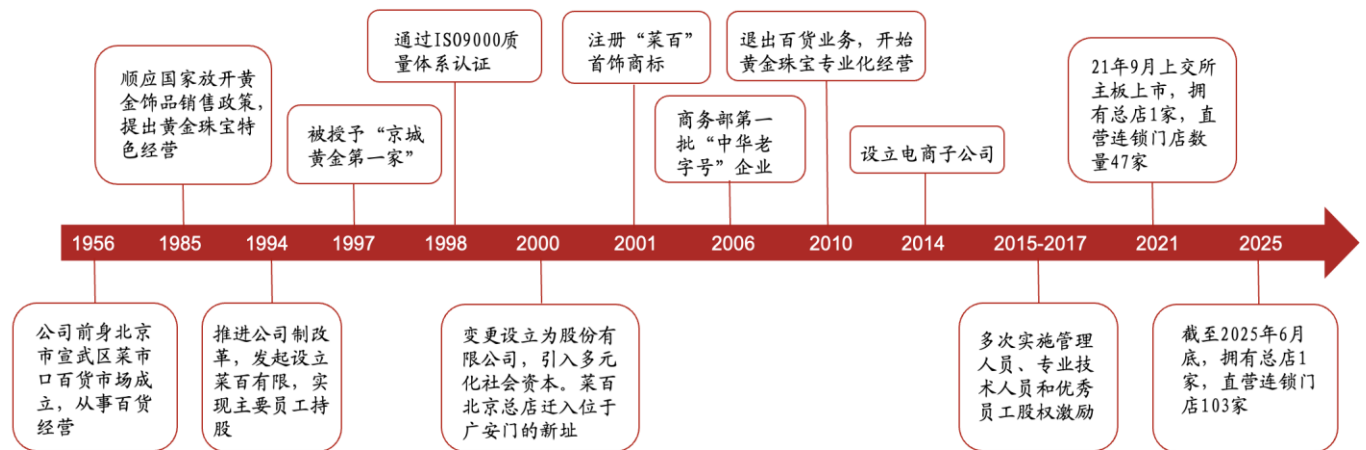
1.1 概况：京城黄金第一家，华北区域品牌积淀深厚

源于1956年，在华北有较强品牌积淀。公司源于1956年设立的北京市宣武区菜市口百货商场，1985年顺应国家放开内销黄金饰品零售的政策，开始进入黄金珠宝行业，2010年成为黄金珠宝专业经营公司。公司1997年被授予“京城黄金第一家”，2006年成为商务部第一批命名的“中华老字号”企业，2021年9月上交所主板上市；截至2025年6月底，拥有总店1家，直营连锁门店103家，其中北京总店为国内黄金珠宝行业内规模领先的单体零售门店，营业面积8800平米，为消费者提供集博物馆式的鉴赏、专业知识的普及、体验式的购物、个性化的定制”于一体的沉浸式购物体验；2025年4月祥云小镇店开业，营业面积1600余平方米，创新升级“馆店结合”模式。

营收快速增长，门店稳步扩张。（1）**营收**：公司营收由2018年的86亿元增长至2024年的202亿元，2018-24年营收CAGR15%，1-3Q2025营收205亿元（同比+33%）。（2）**归母净利润**：公司归母净利润由2018年的3.7亿元增长至2024年的7.2亿元，2018-24年归母净利CAGR12%，2025年公司预计归母净利润10.6-12.3亿元同比增长47.43%-71.07%。（3）**门店**：公司门店数由2018年的31家提升至2025年6月底的103家，期间每年净增6-17家。

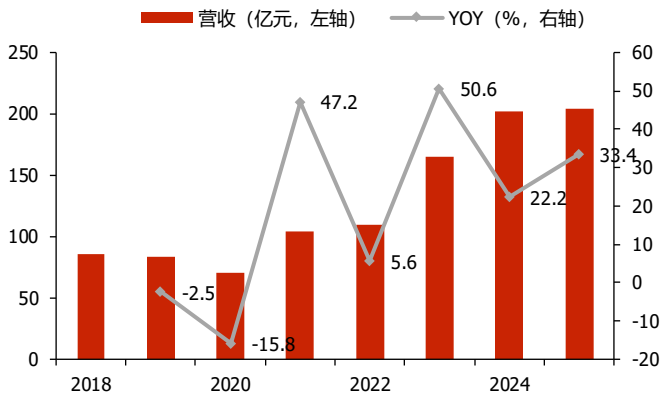
稳健高分红：2021-24年分红率稳定在76%以上。2018-2024年公司加权ROE均稳定在14%以上，其中2023年、2024年提升至20%、19%；公司2021-2024年分红率维持在76%以上，2021-2024年累计分红额17.4亿元。

图表1：公司发展历程



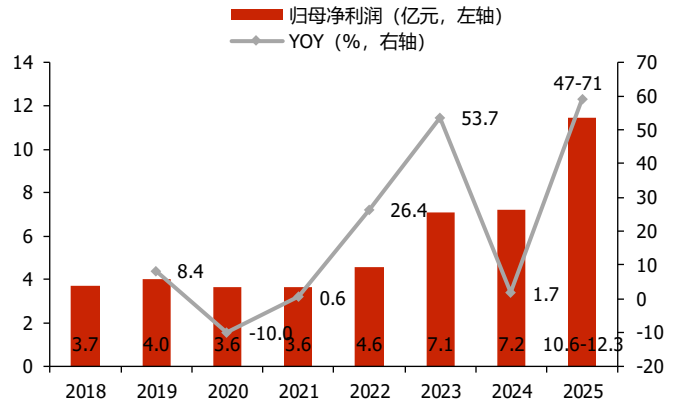
资料来源：公司公告，招股说明书，国盛证券研究所

图表2: 公司营收及增速



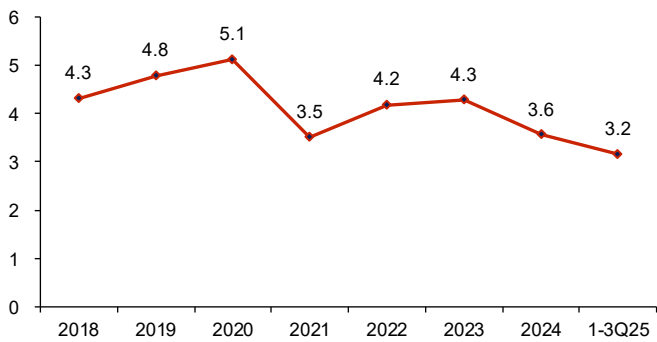
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 公司归母净利润及增速



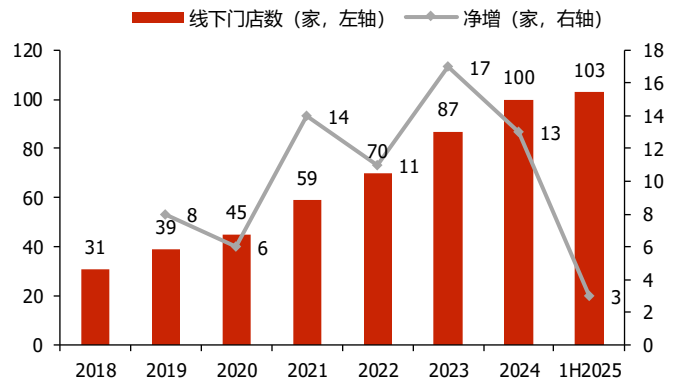
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 公司净利率 (%)



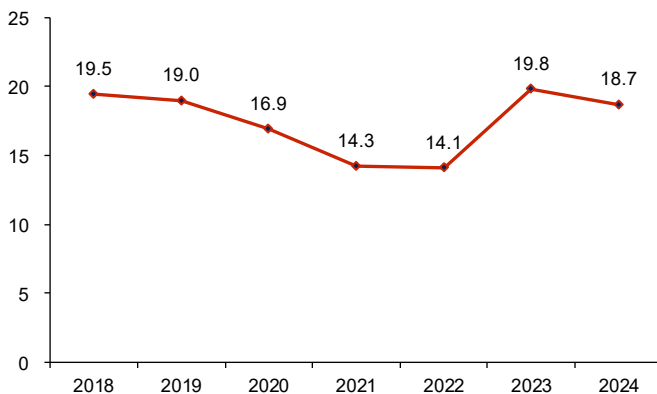
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 公司门店数



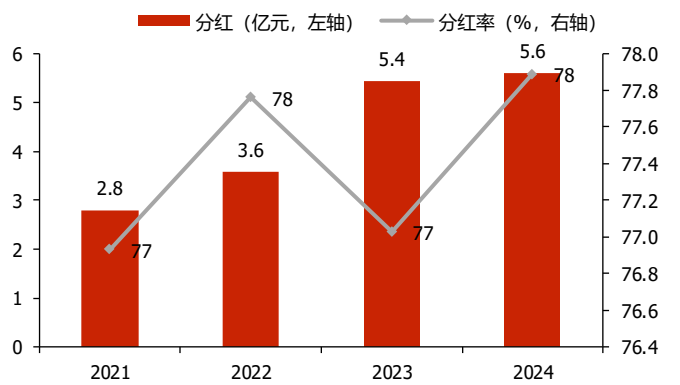
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 公司加权 ROE (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 公司现金分红及分红率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 业务构成：投资金条&黄金首饰双轮驱动，线上维持较高增速

收入构成：2018-24年黄金饰品/贵金属投资产品/贵金属文化产品收入 CAGR 分别为 6.4%/29.3%/10.5%。（1）黄金饰品：黄金饰品收入由 2018 年 37.7 亿元提升到 2024 年 54.7 亿元，2018-2024 年营收 CAGR 6.4%，占比由 2018 年的 43.8%降低到 2024 年的 27.1%；从量的角度，黄金饰品出货量由 2018 年的 12075 千克降至 2024 年的 8574 千克，CAGR-5.5%。（2）贵金属投资产品：贵金属投资产品收入由 2018 年 27.6 亿元提升到 2024 年 129 亿元，2018-2024 年营收 CAGR 29.3%，占比由 2018 年的 32% 提升到 2024 年的 63.8%；从量的角度，贵金属投资产品出货量由 2018 年的 11824 千克提升至 2024 年的 26192 千克，CAGR 14.2%。（3）贵金属文化产品：贵金属文化产品收入由 2018 年 8.6 亿元提升到 2024 年 15.6 亿元，2018-2024 年营收 CAGR 10.5%，占比由 2018 年的 10%降低到 2024 年的 7.7%；从量的角度，贵金属文化产品出货量由 2018 年的 4524 千克降至 2024 年的 3531 千克，CAGR-4.0%。

毛利构成：2024年黄金饰品/贵金属投资产品/贵金属文化产品毛利额各 10.1/3.5/2.5 亿元，各占比 56%/19%/14%。（1）黄金饰品：黄金饰品毛利率 2018-2024 年维持在 14.5%-19.2%区间，测算单克毛利额维持在 45-118 元/克。毛利额由 2018 年 5.4 亿元提升到 2024 年的 10.1 亿元，2018-2024 年毛利额 CAGR 11%，毛利额占比由 2018 年的 51%提升到 2024 年的 56%。（2）贵金属投资产品：贵金属投资产品毛利率 2018-2024 年维持在 1.3%-5.2%区间，测算单克毛利额维持在 4-18 元/克。毛利额由 2018 年 0.7 亿元提升到 2024 年的 3.5 亿元，2018-2024 年毛利额 CAGR 30%，毛利额占比由 2018 年的 7%提升到 2024 年的 19%。（3）贵金属文化产品：贵金属文化产品毛利率 2018-2024 年维持在 12.1%-16.1%区间，测算单克毛利额维持在 26-71 元/克。毛利额由 2018 年 1.2 亿元提升到 2024 年的 2.5 亿元，2018-2024 年毛利额 CAGR 14%，毛利额占比由 2018 年的 11%提升到 2024 年的 14%。

图表8: 黄金相关产品销售及单克毛利测算

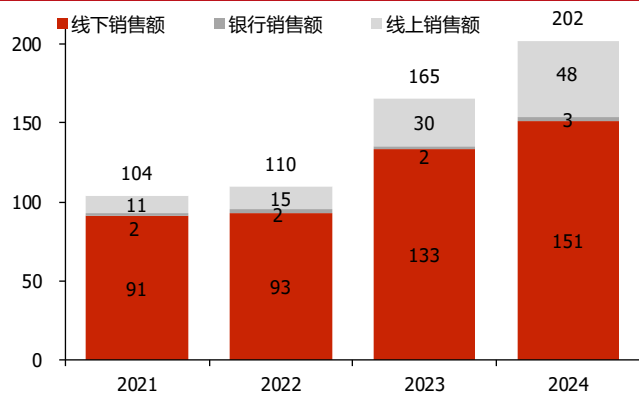
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
黄金饰品							
销量(千克)	12075	10916	5955	9661	8589	11653	8574
YOY (%)		-9.6	-45.4	62.2	-11.1	35.7	-26.4
单价(元/克)	312	345	440	447	465	529	638
YOY (%)		10.7	27.5	1.6	4.0	13.6	20.8
销售收入(亿元)	37.7	37.7	26.2	43.2	40.0	61.6	54.7
YOY (%)		0.1	-30.5	64.8	-7.5	54.1	-11.1
收入占比 (%)	43.8	44.9	37.1	41.5	36.4	37.2	27.1
毛利率 (%)	14.5	16.3	19.2	16.5	18.3	17.9	18.5
毛利(元/克)	45	56	85	74	85	94	118
贵金属投资产品							
销量(千克)	11824	10533	9564	14904	16236	22077	26192
YOY (%)		-10.9	-9.2	55.8	8.9	36.0	18.6
单价(元/克)	233	260	350	309	351	402	493
YOY (%)		11.5	34.7	-11.8	13.8	14.6	22.5
销售收入(亿元)	27.6	27.4	33.5	46.0	57.0	88.8	129.1
YOY (%)		-0.7	22.3	37.4	24.0	55.8	45.3
收入占比 (%)	32.0	32.6	47.4	44.2	51.9	53.7	63.8
毛利率 (%)	2.7	4.0	5.2	1.3	2.8	2.8	2.7
毛利(元/克)	6	10	18	4	10	11	13
贵金属文化产品							
销量(千克)	4524	4037	3173	3767	3027	3210	3531
YOY (%)		-10.8	-21.4	18.7	-19.6	6.0	10.0
单价(元/克)	190	222	251	278	309	346	443
YOY (%)		16.9	13.2	10.8	11.4	11.7	28.1
销售收入(亿元)	8.6	8.9	8.0	10.5	9.4	11.1	15.6
YOY (%)		4.3	-11.0	31.5	-10.5	18.4	40.9
收入占比 (%)	10.0	10.7	11.3	10.1	8.5	6.7	7.7
毛利率 (%)	13.6	13.5	14.0	12.1	12.7	14.2	16.1
毛利(元/克)	26	30	35	34	39	49	71

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

分渠道构成: 2021-2024年线下/线上/银行渠道收入 CAGR 分别为 18%/64%/19%。 (1) **线上销售额:** 收入由2021年10.9亿元提升到2024年48.2亿元, 2021-2024年营收 CAGR64%, 占比由2021年的10.5%提升到2024年的23.8%。

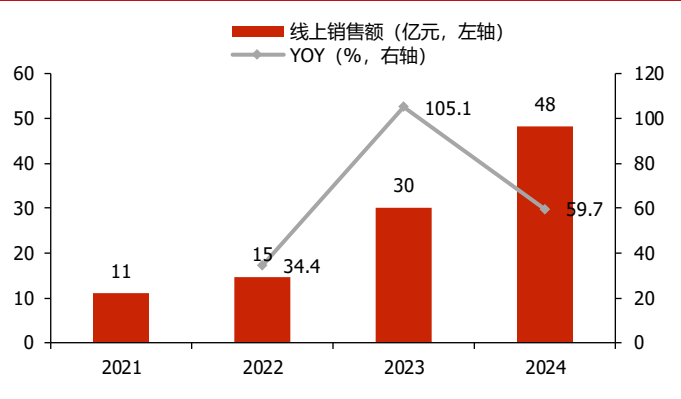
(2) **线下销售:** 收入由2021年91.2亿元提升到2024年151亿元, 2021-2024年营收 CAGR18%, 占比由2021年的87.8%下降到2024年的74.7%。(3) **银行销售:** 收入由2021年1.8亿元提升到2024年3亿元, 2021-2024年营收 CAGR19%, 占比由2021年的1.7%下降到2024年的1.5%。

图表9: 公司分渠道销售额 (亿元)



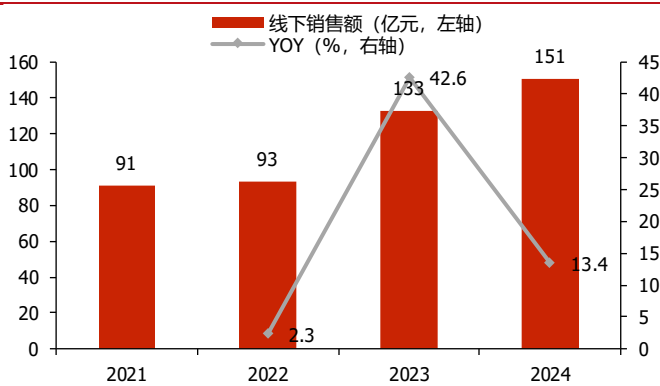
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表10: 公司线上销售额及增速



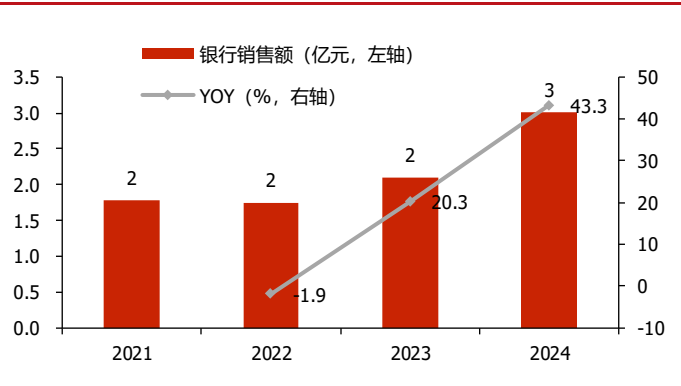
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 公司线下销售额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表12: 公司银行渠道销售额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 公司治理: 背靠西城区国资委, 设立员工持股平台

股权结构: 背靠西城区国资委, 设立员工持股平台。 (1) **股权结构:** 截至 2025 年 9 月底, 公司实控人为北京市西城区国资委 (通过北京金正资产间接持股 24.57%), 明牌实业/恒安天润/云南开发各持有 16.20%/13.28%/8.69%。(2) **股权激励:** 公司设立时实施员工持股, 2019 年 12 月职工持股会 (占比 13.25%, 含 752 名员工) 将间接持股还原至全体自然人直接持股; 截至 3Q2025, 公司董事长谢华萍女士/总经理宁才刚先生各持股 103.26/103.16 万股, 管理层&员工激励充分。

管理团队在公司任职多年, 核心高管成员稳定董事长谢华萍女士于 1996 年加入公司, 曾任公司收银员、营业员、分店店长、珠宝部主任等职务; 总经理宁才刚先生 1998 年加入公司, 历任职工、物流中心经理、副总经理等职务; 副总经理时磊女士/董振邦先生/杨娜女士/李运让先生分别于 1996/2007/2007/2010 年加入公司, 核心高管团队在公司任职多年, 较为稳定。

图表13: 公司管理层简介

姓名	职务	简介	2024 年薪酬 (万元)	持股数 (万股)
谢华萍	董事长, 董事	女, 1978 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历, 高级黄金投资分析师、国有企业助理级法律顾问、NGTC 钻石分级资格、NGTC 宝石鉴定资格、贵金属首饰与宝玉石检测员二级技师。现任北京菜市口百货股份有限公司董事长。曾任公司收银员、营业员、分店店长、珠宝部主任、翡翠部主任、售后服务部主任、人力资源部主任、人力资源部经理、总经理见习助理、总经理助理、副总经理、常务副总经理等职务。	180	103
宁才刚	董事、总经理	男, 1980 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 高级黄金投资分析师、贵金属首饰与宝玉石检测员二级技师。现任公司董事、总经理, 深圳市菜百黄金珠宝有限公司执行董事, 北京菜百电子商务有限公司董事长。曾任公司职工、配送部副主任、配送中心副经理、物流中心经理、总经理助理、副总经理, 国润黄金(深圳)有限公司监事等职务。	179	103
时磊	副总经理	女, 1979 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。现任公司副总经理。曾任公司营业员、黄金部主任、经营管理部副经理、通州蓝岛店店长、总经理见习助理、总经理助理、工会副主席等职务。	138	103
董振邦	副总经理	男, 1986 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 贵金属首饰与宝玉石检测员二级技师。现任公司副总经理, 深圳市菜百黄金珠宝有限公司总经理。曾任公司营业员、足金部见习副主任、团总支书记、商品部主任、党办见习主任、业务拓展部经理、总经理助理, 北京菜百电子商务有限公司董事、总经理等职务。	135	65
杨娜	副总经理	女, 1980 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 研究生学历, 国家注册珠宝玉石质量检验师(CGC), 英国皇家国际珠宝鉴定师(FGA)。现任公司副总经理。曾任公司配送中心珠宝专业技师、物流中心产品开发部主任、品牌推广部经理、总经理助理, 北京菜百电子商务有限公司董事等职务。	132	46
李运沚	董事、常务副总经理, 董事会秘书	男, 1988 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 上海证券交易所董事会秘书资格证明、NGTC 高级钻石分级师资格、贵金属首饰与宝玉石检测员二级技师。现任公司董事、常务副总经理、董事会秘书。曾任公司营业员、副经理、团总支副书记、团总支书记、工会副主席、副总经理等职务。	149	21

资料来源: 公司公告、Wind、中商情报网, 国盛证券研究所

2. 亮点：税改后投资金条份额提升，北京金银珠宝社零高景气

2.1 金饰极具性价比&产品力优，投资金税改后份额有望提升

2.1.1 投资金税改后份额有望提升

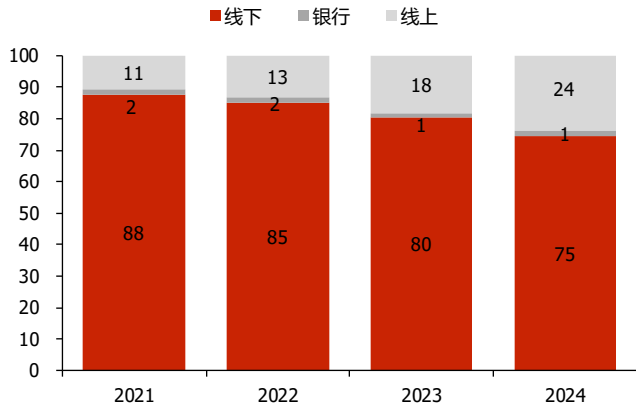
2025 年 10 月 29 日，财政部、税务总局联合发布《关于黄金有关税收政策的公告》，明确上海黄金交易所、上海期货交易所标准黄金交易增值税处理规则，施行期限自 2025 年 11 月 2027 年 12 月 31 日。《公告》对交易性质进行了区分，首次明确“投资性用途”与“非投资性用途”分类标准及对应的增值税处理及发票开具规则。具体来看，对于发生实物交割出库的，（1）用于投资性用途的标准黄金：买入方会员单位将标准黄金直接销售或者加工成投资性用途黄金产品并销售的，应按照规定适用税率或征收率向购买方开具普通发票，不得开具增值税专用发票。（2）用于非投资性用途的标准黄金：会员单位/客户购入标准黄金，交易所免征增值税，并按照实际成交价格向买入方客户开具普通发票。客户为增值税一般纳税人，以普通发票上注明的金额和 6% 的扣除率计算进项税额。买入方客户将标准黄金直接销售或者加工后销售的，按现行规定缴纳增值税，可以向购买方开具增值税专用发票。

我们认为，对于投资金条销售企业，份额有利于进一步向具有上海黄金交易所会员资格的企业集中。本轮税改后，由于买入方会员单位只能向下游购买者开具普通发票，无法抵扣进项税，对于加盟商等企业客户来讲，税赋成本提高，价格或向终端传导；但对于直接零售环节，本轮税改后并不受影响，份额有利于进一步向具有上海黄金交易所会员资格的企业集中。

公司为上海黄金交易所会员单位，且投资金条以零售为主，消费者心智强，有望抢占投资金条份额。（1）投资金零售为主，消费者心智强。公司为上金所会员单位，且分渠道收入看，2021-2024 其银行渠道占比维持在 2% 左右，其余均来自零售渠道，我们认为，本轮金价税改后对公司投资金条销售业务影响较小。（2）税改新政后公司投资金条价格优势明显。对比黄金饰品品牌公司看，以 20260122 为例，公司投资金条基础金价为 1073.4 元/克（VS 上金所黄金现货收盘价格为 1083.69 元/克），税改后公司投资金条基础金价接近大盘金价；同期，周大福、老凤祥金条类产品价格定价各为 1313、1343 元/克（周大福、老凤祥均为上金所会员单位）；对比银行渠道看，工商银行、建设银行金条产品报价分别为 1094.3、1104.8 元/克，公司投资金价格优势显著。

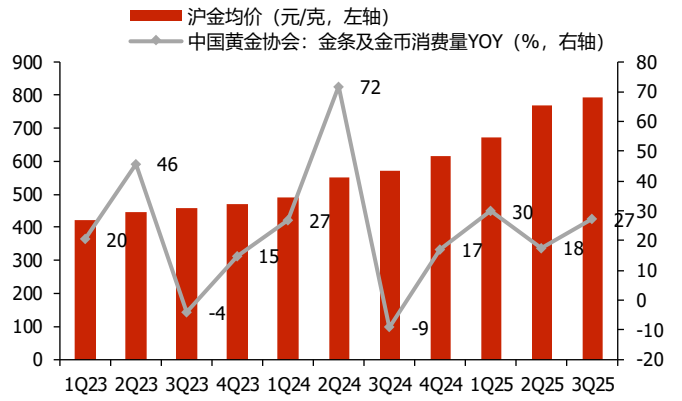
复盘历史，投资金在金价上行期量价齐升。（1）从量的角度：金价上行背景下，投资金通常为量价齐升。复盘黄金价格与黄金消费量走势，我们发现，金价上行期对于中国金条及金币的黄金消费量有比较大的促进作用；从公司业务拆解看，其贵金属投资产品自 2021 年以来呈现 ASP 与销量共同提升的趋势，其贵金属投资产品 ASP 由 2021 年 309 元/克提升到 2024 年 493 元/克（期间上金所黄金现货均价由 2021 年的 375 元/克提升到 2024 年的 557 元/克），贵金属投资产品销量由 2021 年的 14.9 吨提升至 2024 年的 26.2 吨。（2）从毛利的角度：金价上升对贵金属投资产品单克毛利额有正向促进作用。公司按照“目标毛利率”制定终端零售价，按“上调谨慎，下调紧跟”原则调整销售价，考虑到公司在确认成本时库存商品按个别计价法，且存货周转天数在 2-4 个月内，我们认为，金价若在季度内有较大涨幅，公司有较优毛利弹性；2018-2024 年公司贵金属投资产品单克毛利额在 3.9 元/克至 18.1 元/克间波动，我们认为，考虑到贵金属投资产品手续费相对固定，其单克毛利额的波动主要来自于金价的变化，金价上升对贵金属投资产品单克毛利额有正向促进作用。

图表14: 公司分渠道销售额占比 (%)



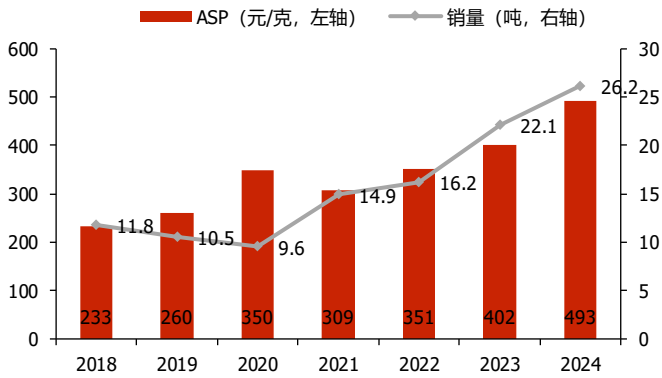
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表15: 中国黄金协会: 金条及金币消费量增速与沪金均价



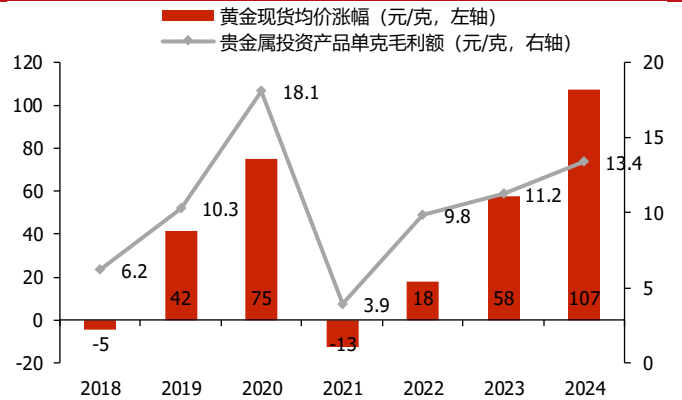
资料来源: Wind, 中国黄金协会, 国盛证券研究所

图表16: 公司投资金条销量与ASP



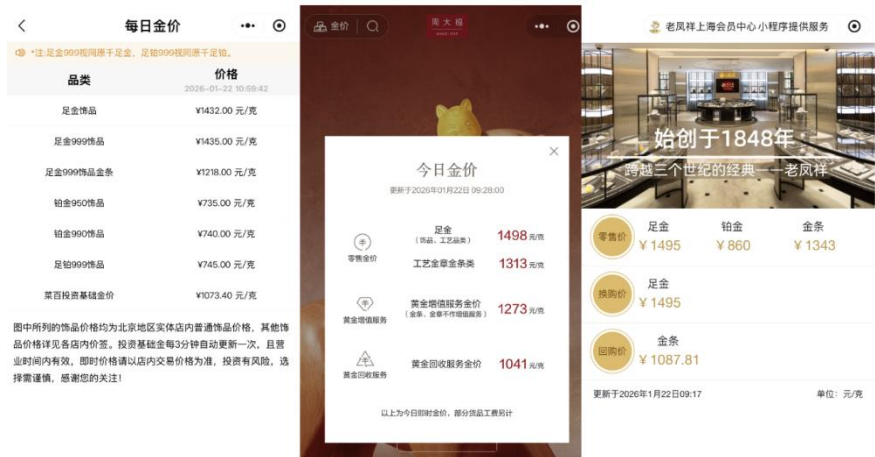
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 公司投资金条单克毛利额与金价变动幅度



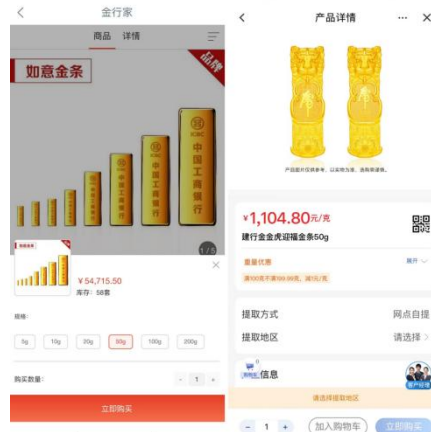
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表18: 投资金条价格对比: 与黄金饰品品牌对比 (20260122)



资料来源: 各品牌旗舰店小程序, 国盛证券研究所

图表19: 投资金条价格对比: 与银行对比 (20260122)



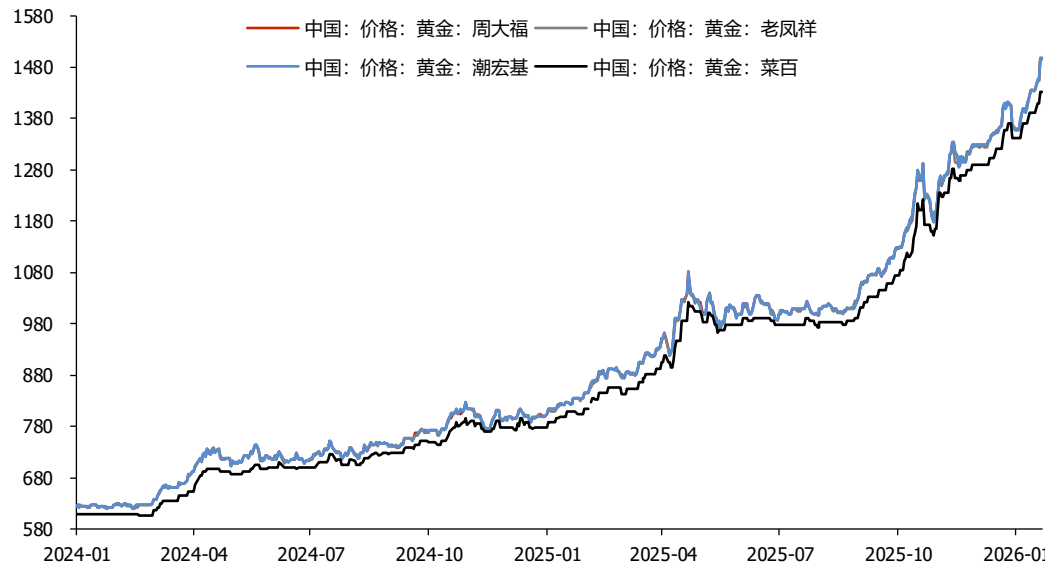
资料来源: 工商银行APP, 建设银行APP, 国盛证券研究所

2.1.2 黄金饰品: 坚持“标实价、卖真货、卖好货”, 产品极具性价比

坚持“标实价、卖真货、卖好货”, 产品极具性价比。从门店挂牌价的角度看, 公司挂牌价通常低于其他黄金珠宝品牌, 以 20260122 为例, 公司门店黄金饰品挂牌价为 1432 元/克 (VS 上金所黄金现货收盘价格为 1083.69 元/克), 周大福、老凤祥、周大生、潮宏基各为 1498、1495、1498、1498 元/克; 从产品工费的角度, 黄金饰品中, 目前公司的按克计价黄金产品大部分为零工费, 少部分产品在按克计价基础上加工费。公司产品极具性价比。

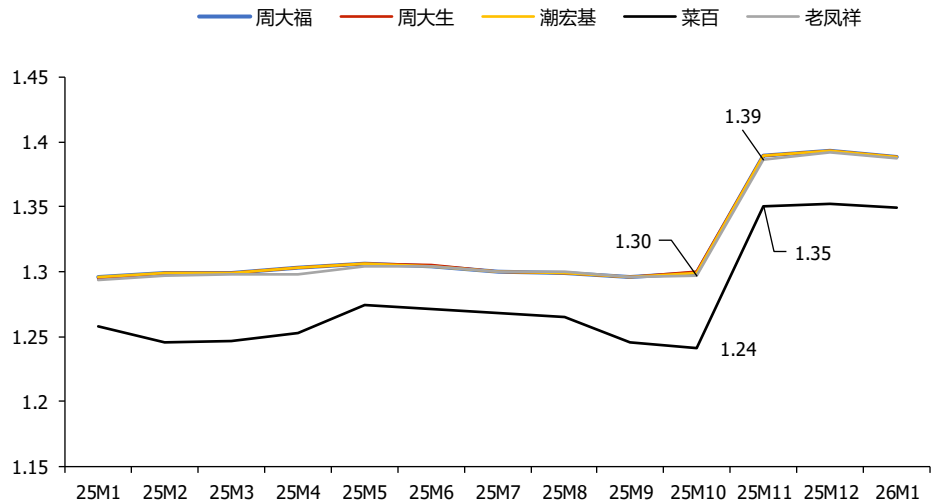
11月增值税改后, 公司直营店提价较为顺畅, 同时价格优势延续。黄金税收新政后金饰终端有所提价。本轮税改后, 对于用于非投资性用途的标准黄金, 会员单位/客户进项税额抵扣率由原来的 13% (凭增值税专用发票抵扣) 变为 6% (按普票金额), 税负成本有所上升; 新政实施后, 11月3日, 头部品牌门店挂牌金价均有提升, 其中周大福/老凤祥/老庙/菜百/六福/周六福/周大生均相较于 11月1日挂牌价提升 61/58/63/70/61/69/61 元/克, 而期间沪金收盘价基本持平, 黄金税收新政后金饰终端有所提价。我们认为, 考虑到公司均为直营销售模式, 提价传导机制较为顺畅。从定价倍数看, 公司价格优势延续。我们测算珠宝品牌月度均价相较于沪金收盘价的加价倍数, 11月税改政策后, 周大福/老凤祥/周大生/老凤祥加价倍数由 1.3 倍提升到 1.39 倍, 公司加价倍数由 1.24 倍提升至 1.35 倍, 优势延续。

图表20: 黄金珠宝品牌门店端挂牌价(元/克)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 黄金珠宝品牌门店端挂牌价相较于沪金收盘价倍数(倍, 月度平均)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产品持续迭代, 积极把握悦己、国潮类等产品的消费需求。 (1) **工艺创新**: 公司持续加强产品创新, 以“工艺突破、包装升级、展陈赋能”三大媒介为抓手, 系统性提升产品附加值与品牌辨识度, 如“浮光蝶影”“2025 东方花园”两大系列融入手工拉丝等前沿工艺, 推出“丝蕴金”等系列新品, 2025 年 11 月公司全国首发 2026 丙午马年贺岁金条等, 自主设计研发“抱抱马”、“小马多多”等系列产品。(2) **加强 IP 等合作**: 与徐悲鸿纪念馆于 2025 年 12 月 31 日跨年夜联合推出的文创贵金属饰品系列; 2025 年公司与景山公园、北京动物园两大 IP 授权合作的产品已上柜售卖, 形成“皇家园林+城市地标”的文旅文创产品矩阵; 针对钻翠珠宝品类推出“菜百与大师同行”玉石雕刻展及“彩宝嘉年华”等系列展销活动。(3) **新开 菜百典藏”专区**: 2025 年公司在菜百总店二层开设了“菜百典藏”专区, 该专区依托菜百作为“中华老字号”的底蕴, 将传统文化元素与现代审美融合, 主打文化消费, 致力于为消费者带来全新体验。

品牌矩阵完善: 以“菜百首饰”主品牌为核心, 协同专注古法黄金、文化典藏产品的子品牌“菜百传世”与主打时尚轻奢风格的子品牌“菜百悦时光”。2024 年, 公司新开设

连锁直营门店 20 家，并在新开门店中选取 4 家设立以“菜百传世”子品牌为主题的店铺，打造差异化门店形象。

图表22: 公司产品矩阵



资料来源: 菜百股份京东旗舰店, 国盛证券研究所

图表23: 公司品牌矩阵



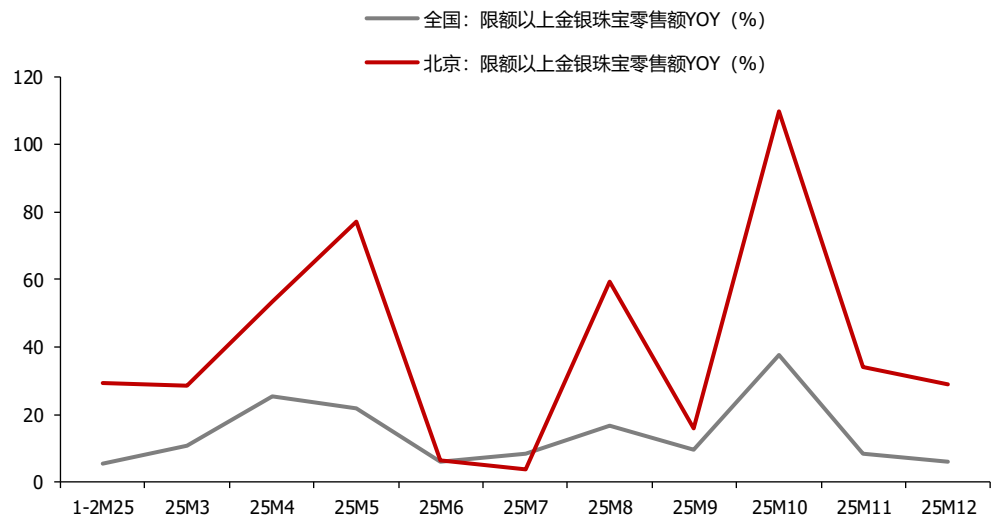
资料来源: 公司官网, 北京青年报, 国盛证券研究所

2.2 北京区域历史悠久，受益于北京金银珠宝消费高景气

北京金银珠宝消费景气远超大盘。2025年北京限额以上金银珠宝零售额793.7亿元同比增39.5%，增速远高于全国大盘（2025年全国限额以上金银珠宝零售额3735.6亿元同比增12.8%），金银珠宝消费景气远超大盘。

公司在北京历史积淀深厚，有较强的品牌力和客户粘性。（1）北京区域历史积淀深厚，消费者心智较强。公司前身为北京菜市口百货商场，初期从事百货经营，2010年成为黄金珠宝专业经营公司，1997年被授予“京城黄金第一家”，在北京区域有较强的消费者心智。（2）北京区域收入占比较高：截至2024年底，公司共有100家门店，其中北京68家；从建筑面积/使用面积的角度，公司北京区域68家门店共有建筑面积2.3万平方米（占比87%）；考虑到公司在北京区域每平米营业面积销售额远高于京外区域，我们预计公司营收90%以上来自北京区域贡献。其中，公司北京总店位于西城区，营业面积8800平米且为自有物业，我们认为，其为公司带来较低的直营运营成本。我们测算2024年北京总店收入98亿元（占比公司线下收入65%），考虑到2024年北京限额以上金银珠宝零售额为569亿元，我们认为，北京限额以上金银珠宝零售额有望反映公司的收入增速。

图表24：北京限额以上金银珠宝零售额



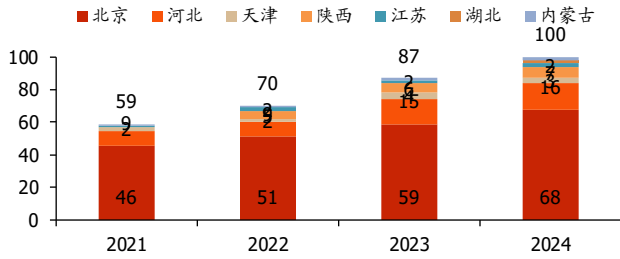
资料来源：北京市统计局，国家统计局，Wind，国盛证券研究所

图表25：总店与分店收入

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总店收入（亿元）	61	56	43	63	63	88	98
yoy		-9%	-22%	46%	-1%	40%	11%
占比线下收入	74%	71%	69%	69%	67%	66%	65%
营业面积（平米）	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800
坪效（万元/平米）	69	63	49	72	71	100	111
分店销售收入（亿元）	21	23	19	28	31	45	53
平均门店	28	34	41	51	64	78	93
平均单店收入（万元）	7662	6779	4715	5489	4805	5837	5766
yoy		-12%	-30%	16%	-12%	21%	-1%

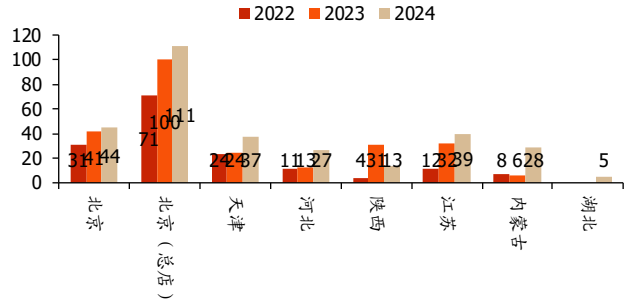
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表26: 公司分区域门店数



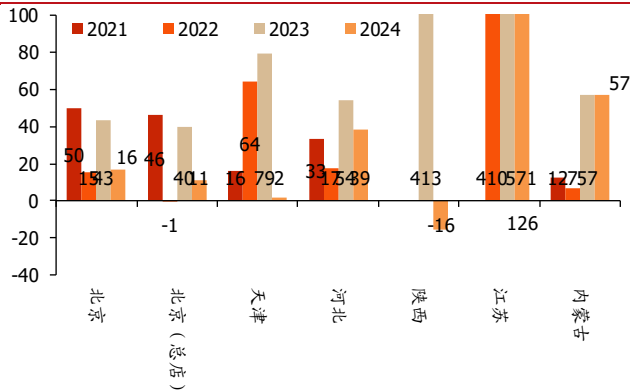
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表27: 公司分区域每平米营业面积销售额(万元)



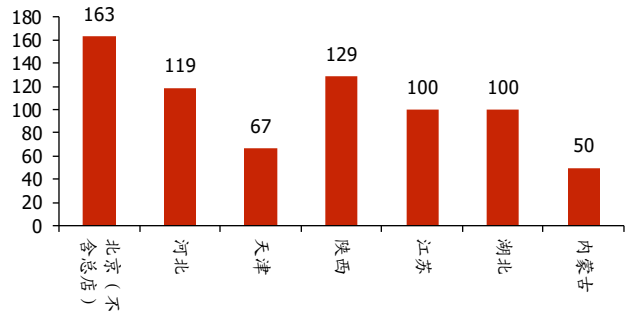
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表28: 公司分区域平均销售增长率(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表29: 2024年公司分区域平均单店建筑面积/使用面积(平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 财务分析：高周转驱动高 ROE，直营模式高经营杠杆

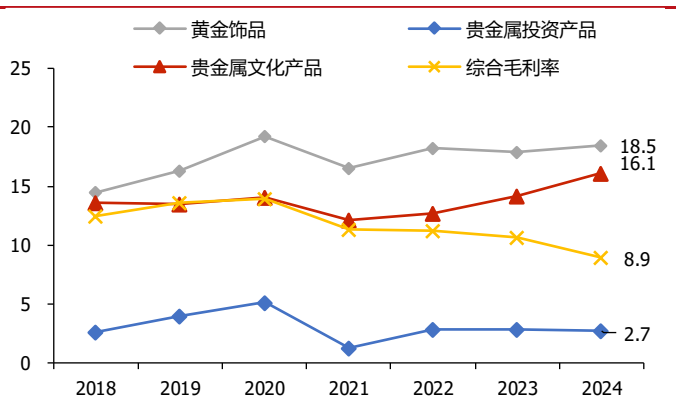
2018-24 年公司 ROE 稳定在 14% 及以上，净利率、高周转为其主要驱动力。公司收入主要由贵金属投资产品与黄金饰品构成，其中，贵金属投资产品毛利率低但周转较快，黄金饰品毛利率高但周转相对贵金属投资产品更慢。2024 年公司 ROE 18.51% 相较于 2023 年下降 1.14pct，主要受公司产品结构变动影响：贵金属投资产品收入占比由 2023 年的 54% 提升至 2024 年的 64%，黄金饰品收入占比由 2023 年的 37% 下降至 2024 年的 27%，使得公司综合毛利率由 2023 年的 10.7% 下降至 2024 年的 8.9%，但同时公司存货周转天数由 2023 年的 72 天下降至 2024 年的 70 天，驱动总资产周转率由 2023 年的 2.8 次提升至 2024 年的 3.0 次，为 ROE 带来正向贡献。展望未来，考虑到金价上行期公司投资金条通常为量价齐升，我们预计周转率提升为公司 ROE 提高的主要驱动力。

图表30: 连环替代法计算 ROE 三因素贡献 (2018-2024)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROE	19.70%	19.80%	16.93%	13.62%	13.91%	19.66%	18.51%
ROE 的变动	1.81%	0.10%	-2.87%	-3.31%	0.29%	5.75%	-1.14%
净利率的贡献	0.66%	2.24%	1.46%	-5.63%	1.87%	0.26%	-2.84%
总资产周转率的贡献	0.97%	-2.08%	-3.89%	3.24%	-1.52%	5.13%	1.19%
权益乘数的贡献	0.13%	-0.12%	-0.67%	-1.61%	-0.11%	0.83%	1.23%

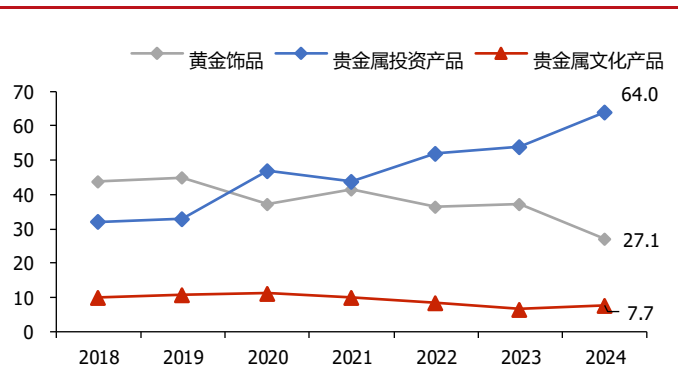
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表31: 公司分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表32: 公司产品结构 (%)

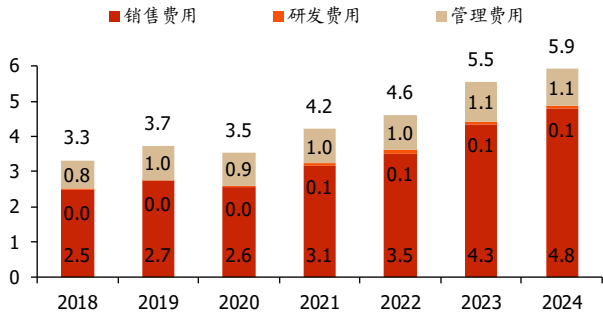


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司总店为自有物业，带来较低的费用率；同时直营模式下，有较高的经营杠杆。（1）公司销售费用率较低：2024 年公司销售费用率 2.4%，在行业中处于较低水平；公司虽为直营模式，但其北京总店为自有物业（我们测算 2024 年总店收入为 98 亿元，占比总收入 48%），为公司带来较低的直营运营成本，从而转化为较强的价格优势。（2）费用率呈现下降趋势：公司直营店提效，期间费用率（销售费用、研发费用、管理费用合计）由 2018 年的 3.9% 下降至 2024 年的 2.9%。

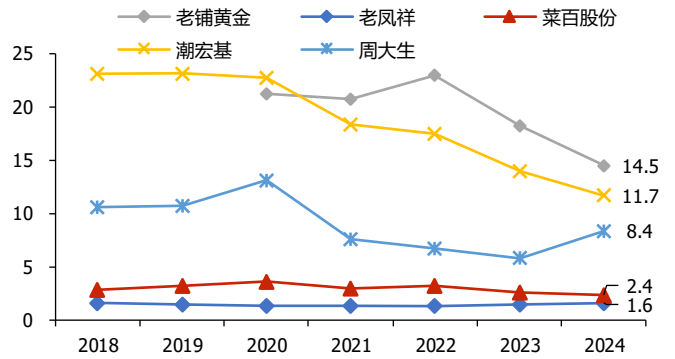
现金流情况好，负债率低。（1）现金流情况好：公司的经营活动净现金流/净利润指标处于健康区间，2021-24 年公司货币资金稳定在 10 亿元以上。（2）公司流动性良好，资产负债率较低。2018-2024 期间公司流动比率维持在 1.9-2.6 区间，资产负债率在 35%-50% 区间，整体流动性和偿债能力良好。

图表33: 公司费用结构 (亿元)



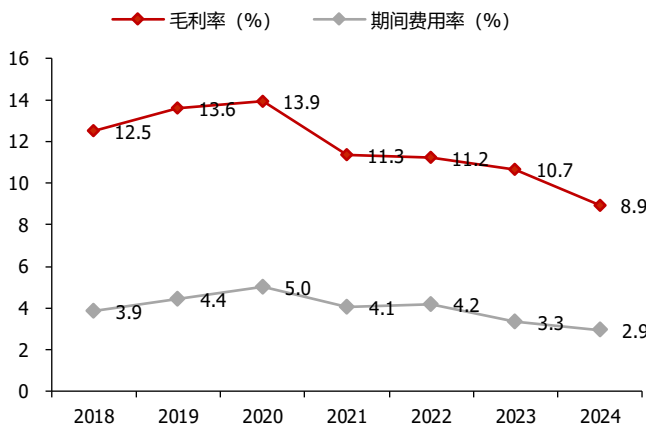
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表34: 销售费用率对比 (%)



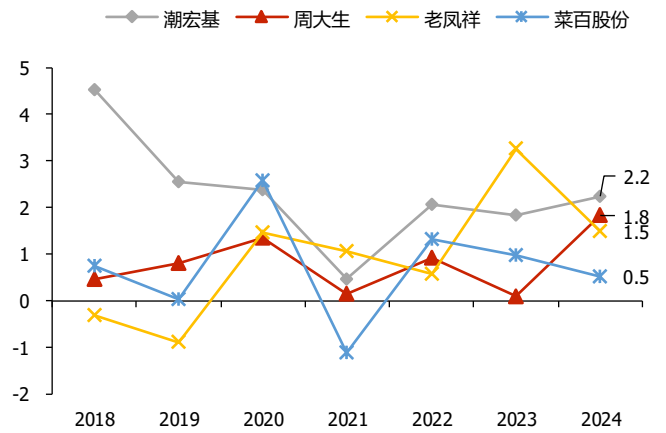
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表35: 公司毛利率与费用率



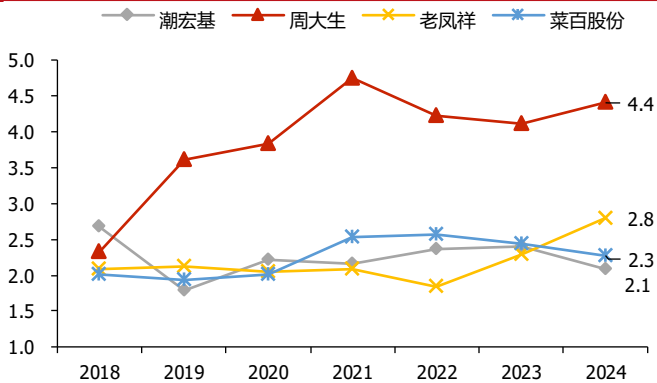
资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 期间费用为销售费用、研发费用、管理费用三项费用合计

图表36: 经营活动净现金流/归母净利润



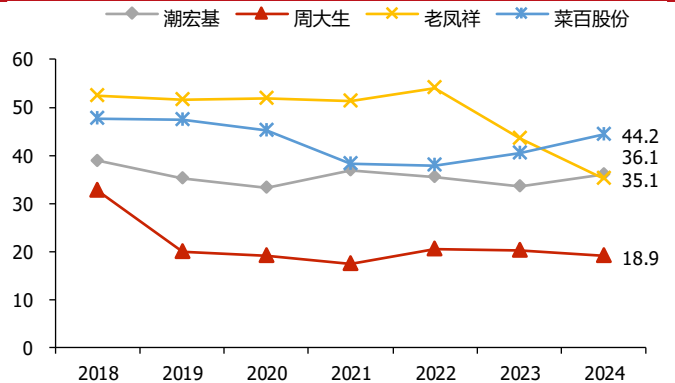
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表37: 黄金珠宝主要公司流动比率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 黄金珠宝主要公司资产负债率对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利预测包含以下假设：

(1) 收入端：公司在华北区域品牌积淀深厚，线上渠道仍处于较快增长阶段；同时税改后投资金条份额有望提升，且投资金通常在金价上行期量价齐升。我们预计，2025-2027 年公司收入各 317/435/524 亿元，同比增 57%/37%/20%。分品类看，我们预计，贵金属投资产品：2025-2027 年收入各同比增 89%/47%/23%；黄金饰品：2025-2027 年收入各同比增 5%/6%/9%；贵金属文化产品：2025-2027 年收入各同比-14%/+4%/+2%；钻翠珠宝饰品：2025-2027 年收入同比-30.0%/+5.0%/+5.0%；联营销售佣金：2025-2027 年收入同比-30.0%/+0%/+0%。

(2) 毛利率：公司为直销模式，且根据公司定价政策（按照目标毛利率原则制定终端零售价格，按照“上调谨慎，下调紧跟”的原则调整销售价格），考虑到 2025 年上海金交所黄金现货价格均价相较于 2024 年同比增 43%，20260127 沪金收盘价 1144 元/克同比+78%，我们认为，金价上行对公司 2025、2026 年黄金产品（贵金属投资产品、黄金饰品、贵金属文化产品）有一定提振作用；因此，我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 8.2%/7.1%/6.6%。其中贵金属投资产品：2025-2027 年毛利率分别为 3.6%/3.7%/3.5%；黄金饰品：2025-2027 年毛利率分别为 23.5%/23.3%/23.1%；贵金属文化产品：2025-2027 年毛利率分别为 16.4%/16.1%/15%；钻翠珠宝饰品：2025-2027 年毛利率维持 37.2%。

(3) 费用端：公司为直营模式，费用主要用于职工薪酬、门店拓展等。我们预计：2025-2027 年销售费用率分别为 1.7%/1.4%/1.2%，管理费用率分别为 0.3%/0.3%/0.2%，财务费用率分别为 0.1%/0.1%/0.1%。

综上我们预计 2025-27 年公司收入各 317/435/524 亿元，同比增 57%/37%/20%；归母净利润各 11.7/14.2/15.8 亿元，同比增 63%/21%/11%。

公司为华北黄金珠宝龙头，我们选取黄金珠宝零售公司作为可比公司。考虑到公司在华北区域品牌积淀深厚，税改后投资金条份额有望提升，且受益于北京金银珠宝社零高景气，首次覆盖给予“买入”评级。

图表39: 营业收入与毛利率预测

收入(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16552	20233	31717	43529	52381
YOY (%)	51%	22%	57%	37%	20%
毛利率(%)	11%	9%	8%	7%	7%
分产品					
贵金属投资产品					
收入	8884	12906	24423	35859	44124
YOY	56%	45%	89%	47%	23%
占比	54%	64%	77%	82%	84%
毛利率	3%	3%	4%	4%	4%
黄金饰品					
收入	6159	5473	5747	6068	6627
YOY	54%	-11%	5%	6%	9%
占比	37%	27%	18%	14%	13%
毛利率	18%	19%	23%	23%	23%
贵金属文化产品					
收入	1109	1563	1339	1388	1411
YOY	18%	41%	-14%	4%	2%
占比	7%	8%	4%	3%	3%
毛利率	14%	16%	16%	16%	15%
钻翠珠宝饰品					
收入	214	141	99	104	109
YOY	0%	-34%	-30%	5%	5%
毛利率	40%	37%	37%	37%	37%
联营销售佣金					
收入	173	132	93	93	93
YOY	32%	-24%	-30%	0%	0%
毛利率	96%	94%	94%	94%	94%
其他业务					
收入	13	18	18	18	18
YOY	42%	35%	0%	0%	0%
毛利率	95%	96%	96%	96%	96%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表40: 黄金珠宝行业可比公司估值情况(倍, 20260202)

简称	周大福	老凤祥	潮宏基	周大生	老铺黄金	平均
PE(倍, 2025)	16.2	14.0	22.7	12.0	24.8	17.9
PE(倍, 2026)	14.5	12.6	16.7	10.7	17.9	14.5
PE(倍, 2027)	13.2	11.5	13.8	9.7	14.2	12.5

资料来源: Wind 一致预期, 国盛证券研究所

风险提示

宏观消费疲软：公司业务均属于消费行业，存在受宏观因素影响销量不及预期风险。

行业竞争风险：珠宝首饰行业竞争激烈，缺乏品牌、设计及渠道的黄金珠宝企业将面临激烈竞争的严峻考验。

金价波动风险：公司产品价格与上金所黄金价格具有高度相关性，公司产品销售价格采用随原材料价格波动而调整的定价原则，库存商品发出成本采用个别计价法确定。金价波动可能对公司财务状况产生不利影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com