

菜百股份 (605599.SH)

买入 (首次评级)

京华金铺差异化业务布局, 显著受益于税改

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16,552	20,233	34,896	46,821	54,619
增长率 yoy (%)	50.6	22.2	72.5	34.2	16.7
归母净利润 (百万元)	707	719	1,106	1,503	1,685
增长率 yoy (%)	53.6	1.7	53.9	35.9	12.1
ROE (%)	18.7	18.2	24.5	27.5	25.6
EPS 最新摊薄 (元)	0.91	0.92	1.42	1.93	2.17
P/E (倍)	25.0	24.6	16.0	11.8	10.5
P/B (倍)	4.7	4.4	3.9	3.2	2.7

资料来源: 聚源数据, ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

菜百股份: 70 载历程, 京华金铺坚守传承&创新。公司主营黄金珠宝商品的原料采购、款式设计、连锁销售和品牌运营, 通过全直营渠道销售相关产品。2025Q1-3 公司营业收入 204.72 亿元, 同比+33.41%; 归母净利润 6.47 亿元, 同比+16.74%。

行业层面, 投资金受消费者重视。在金价持续上涨的过程中, 消费者仍存在一定的“买涨不买跌”的心态, 但是辩证来看, 在金价加速上升 (价格曲线斜率变大) 的阶段, 黄金消费的投资属性更为突出。2024 年我国黄金首饰、金条及金币用金、工业及其他用金的消费量占比分别为 54%、38%、8%, 而 2025 年占比分别为 38%、53%、9%; 从增速来看, 2024、2025 年我国金条及金币用金消费量分别同比 +24.54%、+35.14%。

公司贵金属投资产品业务奠定地基, 显著受益于增值税新政。2024 年公司贵金属投资产品业务收入 129.06 亿元, 同比+45.28%, 占公司总收入的 63.79%; 从拆分来看, 2021-2024 年公司贵金属投资产品销售量持续正增长, 分别同比+44.38%、+8.94%、+35.97%、+18.64%。2025 年 11 月 1 日起黄金有关税收进行了调整, 作为上金所会员单位, 公司在向上金所购入投资性用途的标准黄金时, 仍然可获取增值税专用发票, 并且上金所实施增值税即征即退, 依旧可享受税收优惠政策; 然而非会员客户 (以一般纳税人企业为例) 购入投资性用途的标准黄金只能获取交易所开具的普通发票、以普通发票上注明的金额和仅为 6% 的扣除率计算进项税额。对于消费者而言, 通过菜百股份的直营门店采购投资性用途的黄金, 避免了渠道中间环节的额外税负带来的加价。根据 ifind、中国黄金投资网数据, 我们选取 2026 年 1-3 月均价, 以菜百的金条克价均价为基准, 周六福、周生生、老庙、六福、周六福的金条克价均价分别较菜百高出 4%、4%、7%、19%、8%。

黄金饰品业务立潮头, 聚焦高附加值环节。2024 年公司黄金饰品实现营收 54.73 亿元; 2021-2024 年公司黄金饰品销售量同比+62.22%、-11.09%、+35.66%、-26.42%。采用抓两头、控中间的“微笑曲线”经营模式, 聚焦于高附加值环节。

1) 产品设计: 研发方面, 公司充分发挥直营模式优势, 整合一线销售反馈、后台采购数据及设计研发团队设计多部门参与市场需求研判, 推出热门 IP 合作产品、古法黄金。2) 产品加工及采购方面: 公司产品货源主要来自于自行采购原料进行委外加工、联营和成品采购。3) 产品销售: 全直营模式, 电商加速发展, 扎根北

股票信息

行业	商贸零售
2026年04月13日收盘价(元)	22.72
总市值(百万元)	17,671.11
流通市值(百万元)	17,671.11
总股本(百万股)	777.78
流通股本(百万股)	777.78
近3月日均成交额(百万元)	227.43

作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com

相关研究

京&向外扩张。经测算，公司对核心大店的依赖性有效降低，由 2018 年的 70.95% 逐年降低至 2024 年的 48.25%，公司作为北京本土黄金珠宝零售龙头企业，持续巩固本土优势，同时通过门店开拓、线上扩张加速全国覆盖。

盈利预测及投资建议。公司凭借上金所会员身份+全直营渠道，占据投资金业务强势地位，同时黄金饰品等业务凭借出色的设计、优质的销售渠道获得消费者的认可。我们选取黄金珠宝行业上市公司作为可比公司，包括港股的老铺黄金、周生生、周六福，参考 ifind 一致预期，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 8.3X；以及 A 股的老凤祥、曼卡龙、莱绅通灵、潮宏基、周大生，参考 ifind 一致预测数据，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 15.6X。我们看好公司的发展，预测公司 2025-2027 年实现归母净利润 11.06 亿元、15.03 亿元、16.85 亿元，对应 PE 16.0X、11.8X、10.5X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：核心经营区域影响较大的风险，渠道扩张不及预期，市场竞争加剧的影响，原材料价格波动的风险，委外加工的风险。

内容目录

1. 莱百股份：70 载历程，京华金铺坚守传承&创新	5
2. 投资金消费受消费者重视，增值税变革或影响行业格局	8
2.1. 黄金消费仍有支撑，投资金比重提升	8
2.2. 黄金增值税变革，或带动上金所会员/直营渠道品牌份额提升	11
3. 公司：贵金属投资产品业务奠定地基，黄金饰品业务立潮头	13
3.1. 贵金属投资产品业务显著受益于增值税新政	13
3.2. 黄金饰品业务立足于高附加值环节	16
4. 盈利预测及投资建议	25
5. 风险提示	27

图表目录

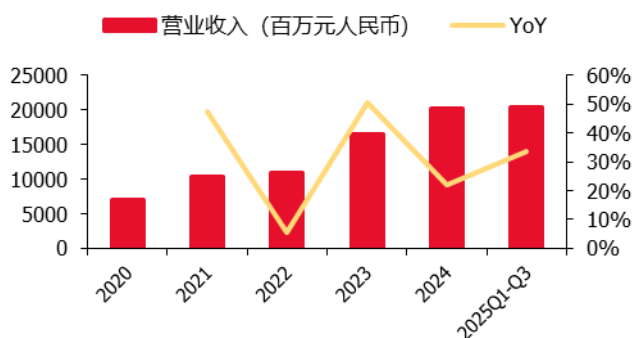
图表 1： 莱百股份营业收入及同比增速	5
图表 2： 莱百股份归母净利润及同比增速	5
图表 3： 莱百股份 2020-2024 贵金属投资产品收入及同比增速	6
图表 4： 莱百股份 2020-2024 黄金饰品收入及同比增速	6
图表 5： 莱百股份 2020-2024 贵金属文化产品收入及同比增速	6
图表 6： 莱百股份 2020-2024 钻翠珠宝饰品收入及同比增速	6
图表 7： 莱百股份 2020-2024 各产品收入占比	6
图表 8： 莱百股份 2020-2024 主要产品毛利率	6
图表 9： 莱百股份 2021-2024 线下销售收入及同比增速	7
图表 10： 莱百股份 2021-2024 银行销售收入及同比增速	7
图表 11： 莱百股份 2021-2024 线上销售收入及同比增速	7
图表 12： 莱百股份 2020-2025Q3 各地区销售占比	7
图表 13： 莱百股份历年现金分红总额及分红比例	8
图表 14： 莱百股份与同行业公司历年股利支付率	8
图表 15： 上海黄金交易所黄金现货收盘价（截至 2026 年 4 月 8 日）	8
图表 16： 中国限额以上单位金银珠宝类商品零售额	9
图表 17： 北京市限额以上金银珠宝零售额增速	9
图表 18： 中国珠宝销售市场规模及增速	9
图表 19： 中国珠宝市场按材料划分的市场规模占比	9
图表 20： 中国黄金珠宝市场规模及增速	10
图表 21： 中国黄金消费量及增速	10
图表 22： 中国黄金消费量细分项占比及黄金季度收盘价格	10
图表 23： 中国金条及金币用金消费量（吨）及增速	11
图表 24： 黄金珠宝行业产业链	11
图表 25： 部分上金所普通会员与特别会员	12
图表 26： 莱百股份贵金属投资产品业务收入占比	13

图表 27: 菜百股份贵金属投资产品业务收入、量、价同比增速.....	13
图表 28: 黄金税收新规前后菜百股份足金产品单价比饰品金条单价高出比例.....	14
图表 29: 各品牌金条克价 (元/克)	15
图表 30: 菜百股份贵金属投资产品毛利率&黄金价格均价同比增速.....	15
图表 31: 菜百股份黄金饰品业务收入、量、价同比增速.....	16
图表 32: 菜百股份三大品牌部分产品展示.....	17
图表 33: 公司研发费用及研发费用率.....	18
图表 34: 菜百股份部分产品设计.....	19
图表 35: 深圳市黄金珠宝产业发展载体图谱.....	21
图表 36: 菜百股份全国直营门店数量.....	21
图表 37: 菜百股份北京总店收入.....	22
图表 38: 菜百股份北京总店.....	23
图表 39: 菜百股份祥云小镇店开业典礼.....	23
图表 40: 天猫菜百首饰旗舰店.....	23
图表 41: 抖音菜百首饰官方旗舰店和直播间.....	23
图表 42: 公司销售费用及销售费用率.....	24
图表 43: 菜百首饰小红书账号.....	25
图表 44: 菜百首饰客户体验与反馈.....	25
图表 45: 菜百股份收入拆分及盈利预测.....	26
图表 46: 可比公司估值情况.....	27

1.菜百股份：70 载历程，京华金铺坚守传承&创新

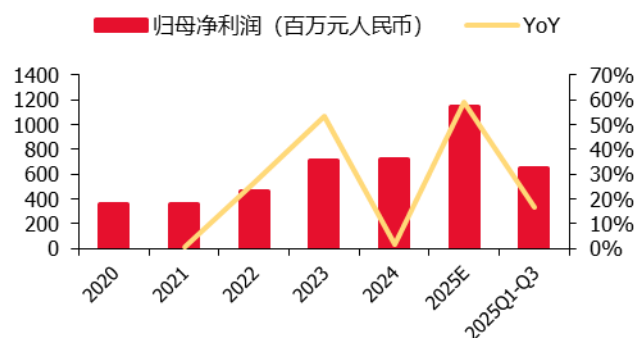
公司主营黄金珠宝商品的原料采购、款式设计、连锁销售和品牌运营，设计、销售包括黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品和钻石珠宝饰品等在内的全品类、多款式黄金珠宝商。通过主品牌“菜百首饰”品牌和专注于古法黄金的子品牌“菜百传世”、专注于时尚轻奢珠宝的子品牌“菜百悦时光”，聚焦黄金珠宝消费市场需求。2025Q1-3 公司营业收入 204.72 亿元，同比增长 33.41%；归母净利润 6.47 亿元，同比增长 16.74%。根据菜百股份 2025 年年度业绩预增公告，2025 年公司预计实现归母净利润 10.60 亿元至 12.30 亿元，同比增长 47.43%~71.07%；扣非后归母净利润 9.52 亿元到 11.22 亿元，同比增长 39.16%到 64.03%。

图表1：菜百股份营业收入及同比增速



资料来源：ifind，菜百股份 2021-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

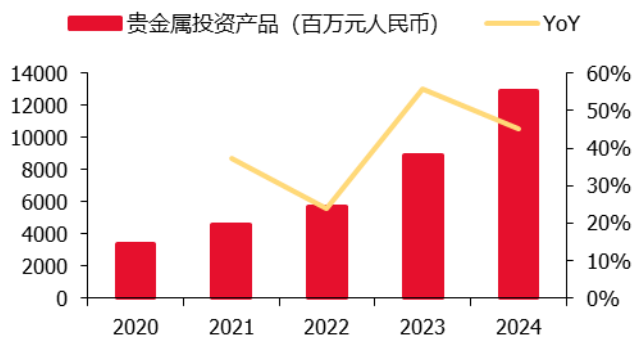
图表2：菜百股份归母净利润及同比增速



资料来源：ifind，菜百股份 2021-2024 年年报，长城证券产业金融研究院
注：2025E 数据为 2025 年年度业绩预增公告预估区间中值

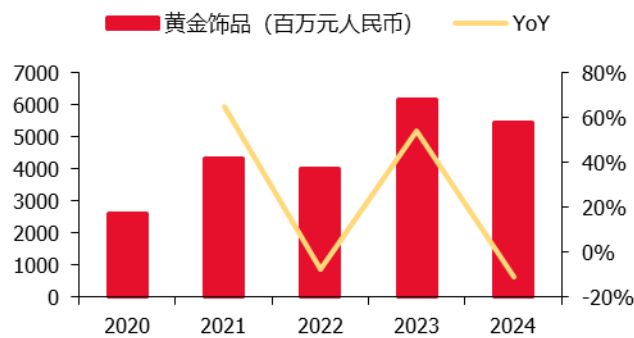
公司当前主营业务主要为黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品，以及少部分的钻石珠宝饰品。从发展历史来看，公司源于 1956 年设立的北京市宣武区菜市口百货商场，为北京市宣武区属百货公司，从事百货商品经营；1985 年，顺应国家放开内销黄金饰品零售的政策，公司正式进军黄金珠宝行业。根据 ifind 数据，2024 年公司黄金饰品收入 54.73 亿元，同比减少 11.14%，占公司总收入的 27.05%；贵金属投资产品收入 129.06 亿元，同比增长 45.28%，占公司总收入的 63.79%；贵金属文化产品收入 15.63 亿元，同比增长 40.87%，占公司总收入的 7.72%；钻石珠宝饰品收入 1.41 亿元，同比减少 34.32%，占公司总收入的 0.70%。毛利率来看，2024 年黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品，以及少部分的钻石珠宝饰品业务的毛利率分别为 18.51%、2.71%、16.13%、37.22%，分别同比+0.67pct、-0.08pct、+1.97pct、-2.30pct。

图表3: 菜百股份 2020-2024 贵金属投资产品收入及同比增速



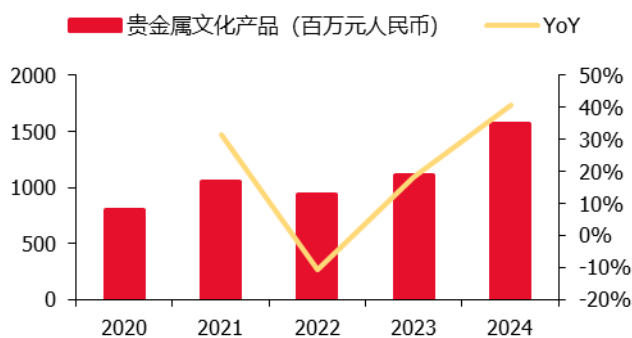
资料来源: ifind, 菜百股份 2021-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表4: 菜百股份 2020-2024 黄金饰品收入及同比增速



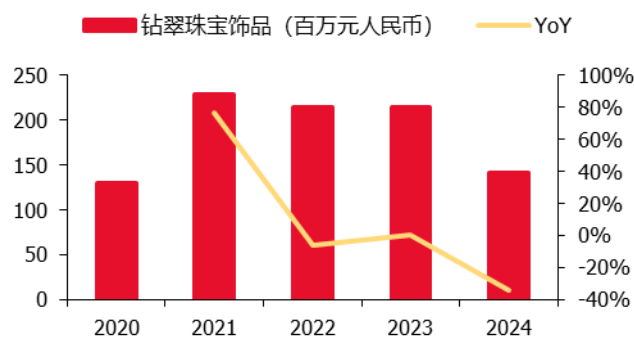
资料来源: ifind, 菜百股份 2021-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表5: 菜百股份 2020-2024 贵金属文化产品收入及同比增速



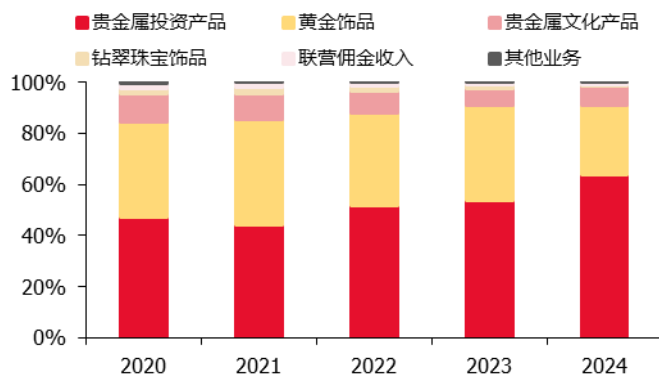
资料来源: ifind, 菜百股份 2021-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表6: 菜百股份 2020-2024 钻石珠宝饰品收入及同比增速



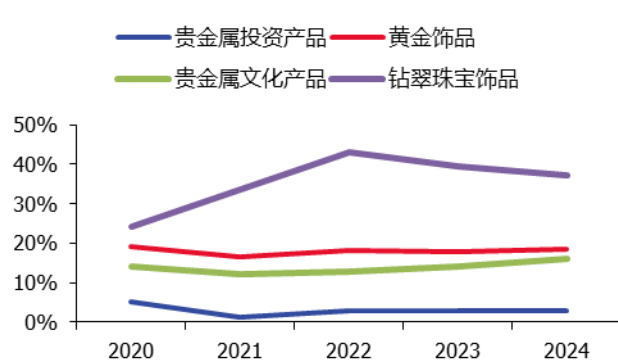
资料来源: ifind, 菜百股份 2021-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表7: 菜百股份 2020-2024 各产品收入占比



资料来源: ifind, 菜百股份 2021-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表8: 菜百股份 2020-2024 主要产品毛利率

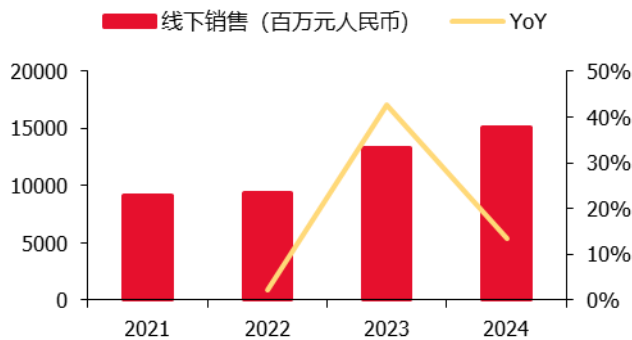


资料来源: ifind, 菜百股份 2021-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

公司以直营模式为主，门店由北京向全国扩张。根据菜百股份 2025 年半年报，截至 2025H1 末，线下渠道来看，公司拥有包括覆盖北京各行政区和天津、河北、包头、西安、苏州、武汉的 103 家直营连锁门店；2024 年公司线下销售实现收入 150.95 亿元，同比增长 13.40%。银行渠道方面，截至 2025H1 公司与北京农村商业银行、北京银行、华夏银行等多家银行开展合作，利用银行渠道体系完善、网点众多的优点，在银行网点开展销售；2024 年公司银行销售实现收入 3.01 亿元，同比增长 43.33%。线上电商渠道方面，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、

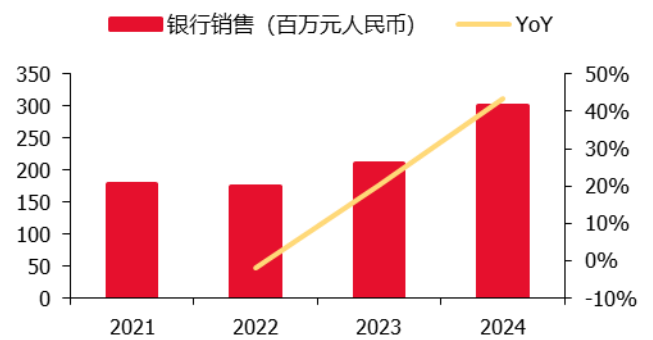
直播销售等在内的覆盖全国市场的线上销售网络；2024 年公司线上销售实现收入 48.18 亿元，同比增长 59.70%；2025H1 公司电商子公司实现营业收入 42.71 亿元，同比增长 85.77%。从区域来看，华北地区是公司收入占比最大的区域，2025Q1-Q3 收入为 164.35 亿元，占比达到 80.3%。根据菜百股份招股说明书，公司起步于北京市场零售，随后进军黄金珠宝业务并逐步做大做强，进一步向全国进行扩张，截至 2025 年 6 月，公司门店已经布局于北京市、天津市、河北省、陕西省、内蒙古自治区、江苏省、湖北省多地，并且通过电商进一步扩大区域覆盖面。

图表9：菜百股份 2021-2024 线下销售收入及同比增速



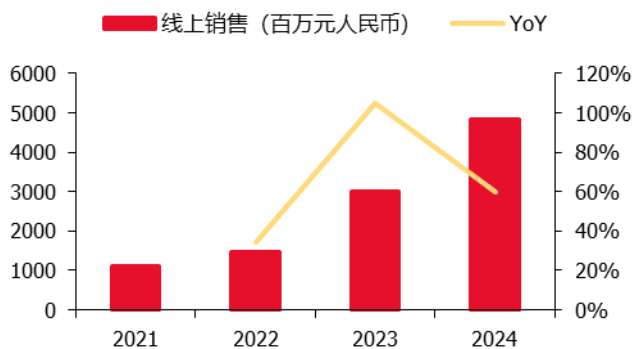
资料来源：ifind，菜百股份 2021-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

图表10：菜百股份 2021-2024 银行销售收入及同比增速



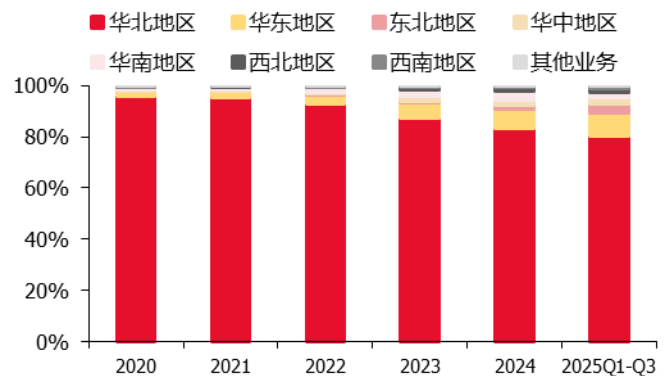
资料来源：ifind，菜百股份 2021-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

图表11：菜百股份 2021-2024 线上销售收入及同比增速



资料来源：ifind，菜百股份 2021-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

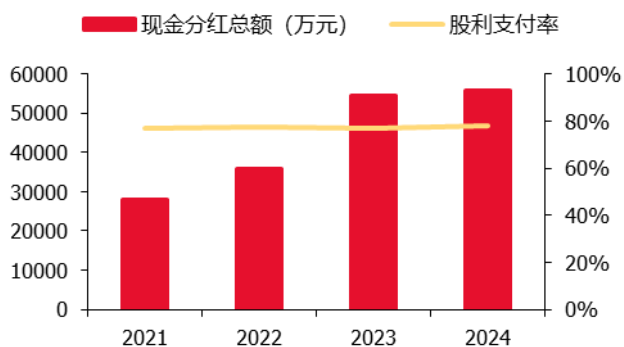
图表12：菜百股份 2020-2025Q3 各地区销售占比



资料来源：ifind，菜百股份 2021-2024 年年报，菜百股份 2024 年 Q1-Q3 主要经营数据公告，长城证券产业金融研究院

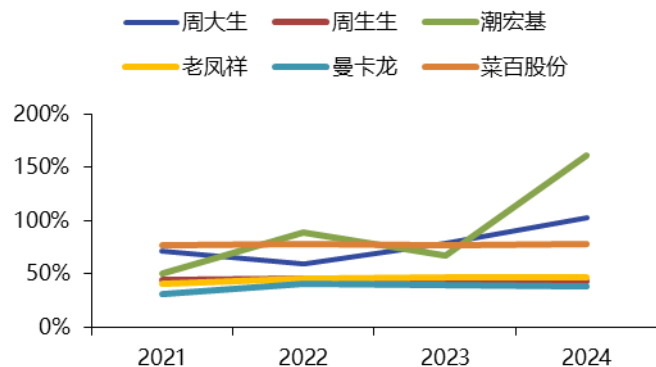
公司维持较高分红水平，致力于回馈股东。根据 wind 数据，2024 年公司分红（含税）总金额 5.6 亿元，2021-2024 年公司分红比例分别为 76.93%、77.76%、77.03%、77.89%。与同行业公司相比，菜百股份股利支付率维持在较高水平。

图表13: 菜百股份历年现金分红总额及分红比例



资料来源: wind, 菜百股份 2021-2024 年报, 长城证券产业金融研究院

图表14: 菜百股份与同行业公司历年股利支付率



资料来源: wind, ifind, 周大生 2021-2024 年年报, 周生生 2021-2024 年年报, 潮宏基 2021-2024 年年报, 老凤祥 2021-2024 年年报, 曼卡龙 2021-2024 年年报, 菜百股份 2021-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

2. 投资金消费受消费者重视, 增值税变革或影响行业格局

2.1. 黄金消费仍有支撑, 投资金比重提升

年度数据来看, 近年来我国黄金价格整体呈现上涨趋势。根据 ifind 援引的上海黄金交易所数据, 根据年度均价来看, 2022-2025 年我国黄金克价年度均价分别提升了 4.72%、14.71%、23.85%、43.17%。

图表15: 上海黄金交易所黄金现货收盘价 (截至 2026 年 4 月 8 日)

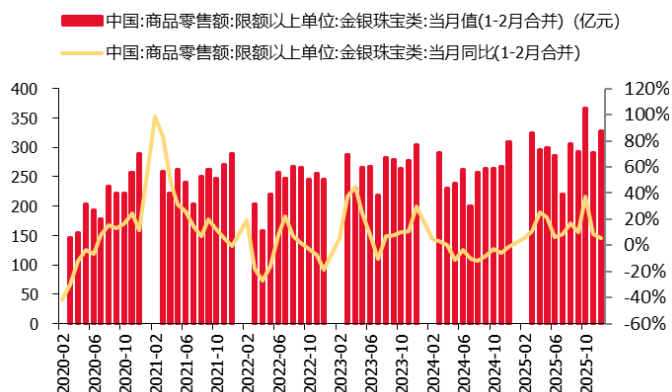


资料来源: ifind, 上海黄金交易所, 长城证券产业金融研究院

金银珠宝消费热度不减。我们认为, 在金价持续上涨的过程中, 消费者仍存在一定的“买涨不买跌”的心态, 凸显了黄金珠宝类产品消费品以外的投资价值。根据国家统计局数据, 2025 年金价持续上行的过程中, 我国限额以上单位金银珠宝类商品零售额保持同比

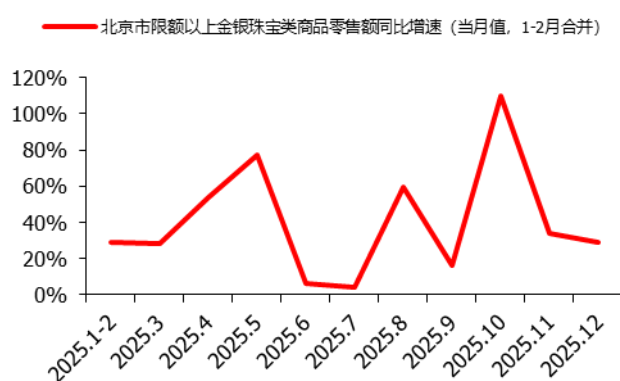
正增长，全年同比增长 13.21%。从地区来看，部分黄金消费的热门城市表现出了更为高速的消费增长。以北京为代表，2025 年规模以上单位金银珠宝零售额同比增长 39.5%，占全国金银珠宝社零总额的 21%，且在 2025 年金价整体持续上涨的过程中，单月销售额增速也均为正。

图表16：中国限额以上单位金银珠宝类商品零售额



资料来源：wind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

图表17：北京市限额以上金银珠宝零售额增速

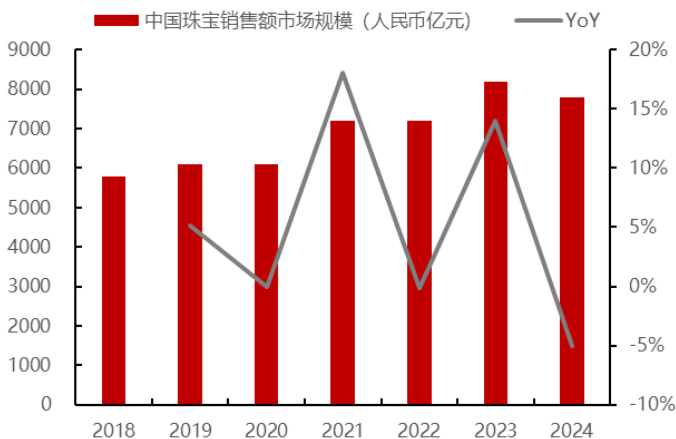


资料来源：北京市统计局，长城证券产业金融研究院

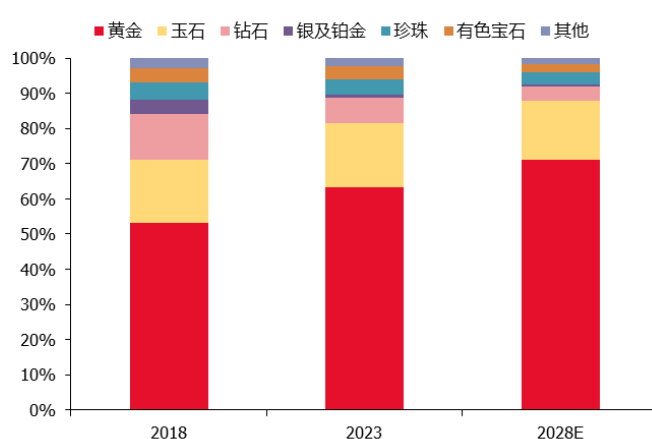
行业规模来看，黄金珠宝市场是我国核心珠宝细分市场，足金珠宝市场规模有所增长。

根据老铺黄金股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）援引中国珠宝玉石首饰行业协会、弗若斯特沙利文的数据以及中国珠宝玉石首饰行业协会发布的《2024 年中国珠宝行业发展报告》，中国珠宝市场由 2018 年的 5800 亿元人民币稳步增长至 2024 年的 7788 亿元人民币，复合年增长率为 5.03%，主要是由于购买力不断提高及对日常佩戴的需求多样化。按材料分类，珠宝可分为黄金珠宝、玉石珠宝、钻石珠宝、银及铂金珠宝、有色宝石珠宝、珍珠珠宝及其他，黄金珠宝占比持续提升。2023 年黄金珠宝销售额占珠宝市场的 63.2%，2028 年这一比例有望提升至 71%。从黄金首饰市场规模来看，黄金珠宝主要为足金珠宝，2023 年我国足金珠宝市场规模为 5049 亿元人民币，同比增长 26.92%。

图表18：中国珠宝销售市场规模及增速



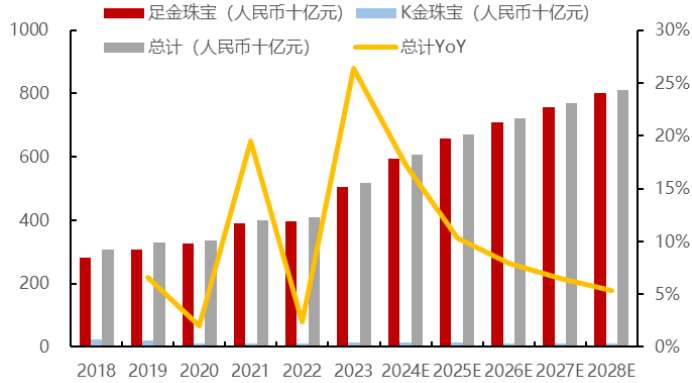
图表19：中国珠宝市场按材料划分的市场规模占比



资料来源：老铺黄金股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，中国珠宝玉石首饰行业协会，长城证券产业金融研究院

资料来源：老铺黄金股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，长城证券产业金融研究院

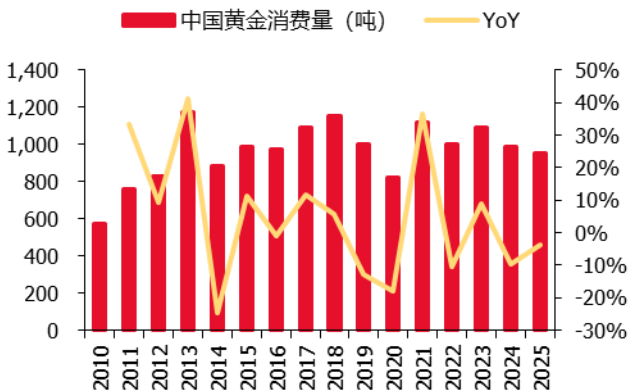
图表20：中国黄金珠宝市场规模及增速



资料来源：老铺黄金股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，长城证券产业金融研究院

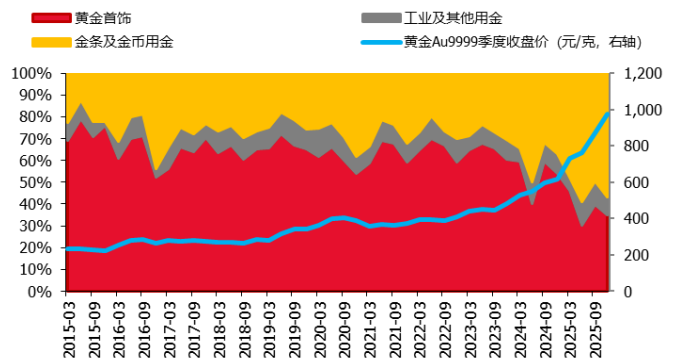
但是辩证来看，在金价加速上升（价格曲线斜率变大）的阶段，黄金整体消费量及消费结构或受影响。1) 从整体黄金消费量来看，金价加速上升阶段，黄金自身的投资属性会更为突出，并且出于对金价波动风险的考虑，部分消费者会产生观望、等待回调等心态。根据中国黄金协会数据，2025年我国黄金消费总量同比下滑了3.57%。2) 短期内打破“投资属性”与“消费属性”的平衡，投资属性更为突出，带动金条及金币等投资属性的黄金制品消费占比提升，同时在首饰金、投资金需求量减少的情况下，工业及其他用金需求具有相对刚性，占比稳定。根据wind和上海黄金交易所数据，2023至2025年黄金年均价格449.91/557.19/797.75元/克，分别同比+14.71%/23.85%/43.17%。从增速来看，2023至2025年我国黄金首饰消费量分别同比+7.97%/-24.69%/-31.61%，2023至2025年我国金条及金币用金消费量同比+15.70%/+24.54%/+35.14%。2024年我国黄金首饰、金条及金币用金、工业及其他用金的消费量占比分别为54%、38%、8%，而2025年占比分别为38%、53%、9%。

图表21：中国黄金消费量及增速



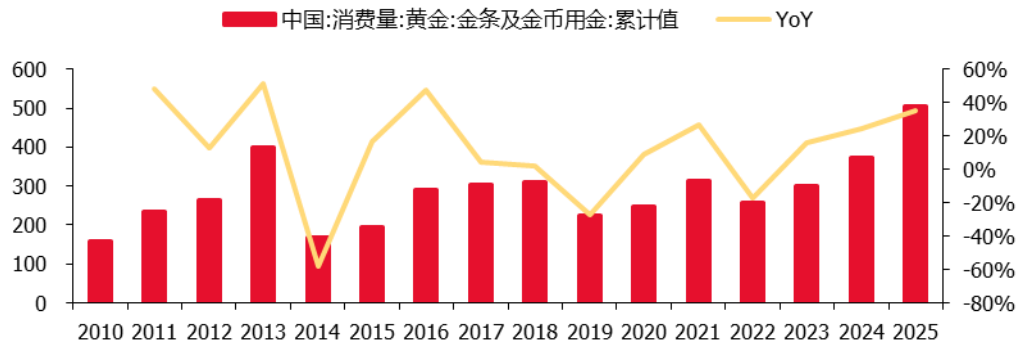
资料来源：wind，中国黄金协会，长城证券产业金融研究院

图表22：中国黄金消费量细分项占比及黄金季度收盘价格



资料来源：wind，ifind，中国黄金协会，上海黄金交易所，长城证券产业金融研究院

图表23: 中国金条及金币用金消费量 (吨) 及增速

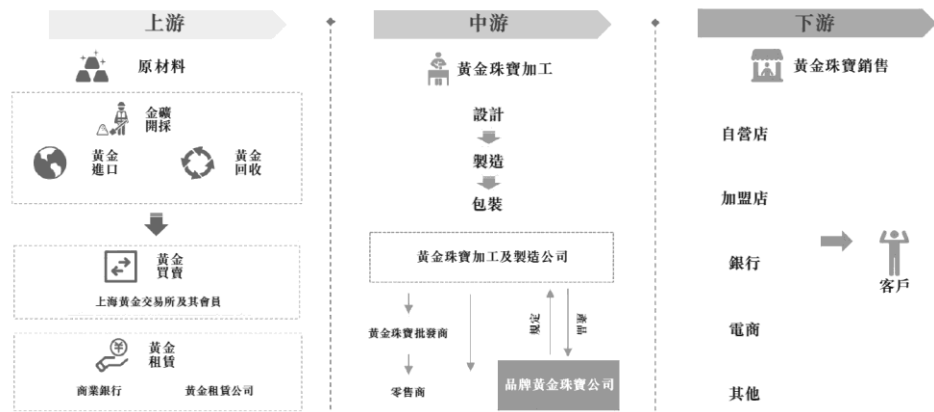


资料来源: wind, 中国黄金协会, 上海黄金交易所, 长城证券产业金融研究院

2.2. 黄金增值税变革, 或带动上金所会员/直营渠道品牌份额提升

从黄金珠宝行业的产业链来看, 黄金行业上游提供原料, 中游制造公司加工后供货给下游的品牌和普通零售商, 下游通过多元渠道触达消费者, 构成完整产业链。根据周六福聆讯后资料集 (第一次呈交) (全文档案), 在黄金行业上游, 黄金原材料经过金矿开采、黄金进口或黄金回收后便可通过上海黄金交易所等平台进行买卖, 部分企业也可通过商业银行、黄金租赁公司等机构参与黄金租赁以获取原料。中游由黄金珠宝加工及制造企业组成, 负责产品的设计、生产与包装; 这些制造商既可直接向品牌黄金珠宝公司供货, 也可通过批发商或直接向普通零售商供货, 渠道灵活多元。下游则涵盖各类终端销售渠道, 包括品牌自营店、加盟店、银行、电商平台及其他零售网点, 最终将产品交付消费者。

图表24: 黄金珠宝行业产业链



资料来源: 周六福聆讯后资料集 (第一次呈交) (全文档案), 弗若斯特沙利文, 长城证券产业金融研究院

上海黄金交易所实行会员制, 只有会员才能直接参与场内交易。根据上海黄金交易所会员管理办法 (2023 年修订版) 文件, 上海黄金交易所会员分为普通会员和特别会员。1) 普通会员主要分为三类: 金融类会员、综合类会员以及少数自营类会员。其中, 金融类

会员可开展自营和代理业务及监管机构批准的其他业务；综合类会员可开展自营和代理法人客户业务；自营类会员仅限开展自营业务。自营业务是指会员以自己的名义和资金进行交易的活动；代理业务是指具有代理业务资格的会员接受客户委托，代理客户进行交易的活动。2) 特别会员包括国际会员、外资金融类会员及交易所认可的其他类型的机构投资者。

图表25：部分上金所普通会员与特别会员

金融类会员	综合类会员	特别会员
中国工商银行股份有限公司	北京菜市口百货股份有限公司	CITIC Securities Finance (HK) Limited
中国银行股份有限公司	金大福珠宝有限公司	贵研金属（新加坡）有限公司
交通银行股份有限公司	上海老庙黄金有限公司	渣打银行（香港）有限公司
中信银行股份有限公司	紫金矿业集团股份有限公司	周大福珠宝金行有限公司
中国民生银行股份有限公司	上海老凤祥珠宝首饰有限公司	澳大利亚和新西兰银行(中国)有限公司上海自贸试验区支行

资料来源：上海黄金交易所官网，长城证券产业金融研究院

黄金增值税新规出台，基于用途分化的双轨制缴税链条落地。根据财政部、税务总局在2025年10月29日起发布的《财政部 税务总局关于黄金有关税收政策的公告》(2025年第11号)，黄金交易增值税处理机制进行结构性改革，建立以实际用途为核心的差异化缴税链条。新规下，标准黄金通过上海黄金交易所或上海期货交易所完成实物交割后，其后续税务处理严格分为三类路径：

会员单位购入投资性用途的标准黄金路径（包括直接销售标准黄金，以及加工生产含金量99.5%及以上的金条、金块、金锭、金片或者经中国人民银行批准发行的法定金质货币）：交易所会员单位购入标准黄金用于投资性用途的，交易所实行增值税即征即退，同时免征城市维护建设税、教育费附加，并按照实际成交价格向买入方会员单位开具增值税专用发票。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（经中国人民银行批准发行的法定金质货币除外）并销售的，应按照现行规定缴纳增值税，并向购买方开具普通发票，不得开具增值税专用发票。

会员单位购入非投资性用途的标准黄金路径（指用于投资性用途以外的情形）：交易所会员单位购入用于非投资性用途的标准黄金，交易所免征增值税，并按照实际成交价格向买入方会员单位开具普通发票。买入方会员单位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。买入方会员单位将标准黄金加工成非投资性用途黄金产品并销售的，按照现行规定缴纳增值税，可以向购买方开具增值税专用发票。

客户购入标准黄金路径：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的，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，按照现行规定缴纳增值税，可以向购买方开具增值税专用发票。

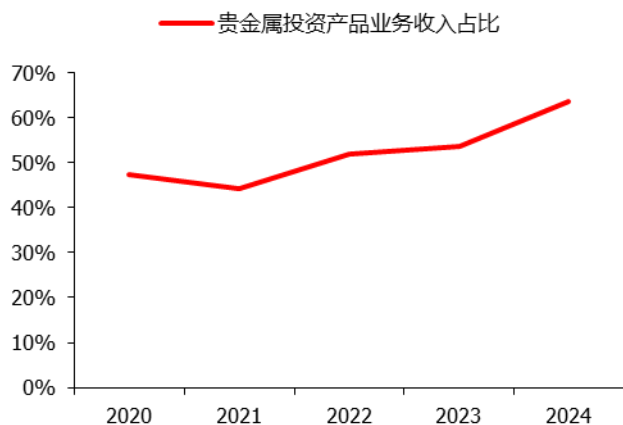
我们认为，此次黄金税收的改革精准隔离了黄金的金融与商品属性，区分了会员单位在采购投资性及非投资性标准黄金的增值税缴退情况；同时相关投资性黄金交易环节中的企业，销售路径或有所不同，部分企业通过直营方式直接销往消费者，部分企业则通过经销商的模式链接消费者，也导致了流通环节中税务环节层次的不同。因此，因为会员身份、业务结构、渠道构成的不同，黄金品牌企业的产品价格分化或加大，或影响消费者的倾向。

3.公司：贵金属投资产品业务奠定地基，黄金饰品业务立潮头

3.1. 贵金属投资产品业务显著受益于增值税新政

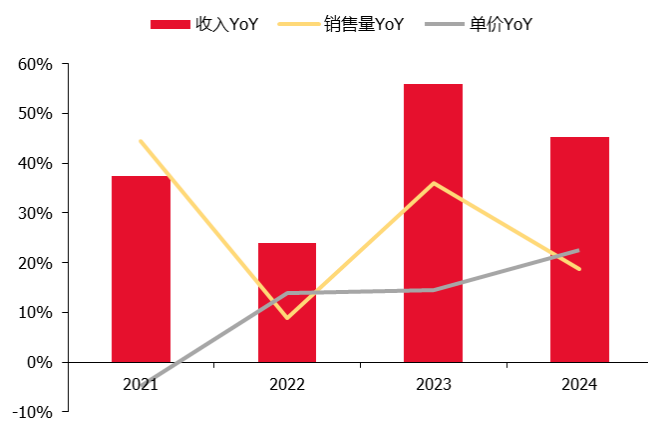
公司贵金属投资产品业务收入占比突出，销售量保持正贡献。根据 wind 数据、菜百股份 2023-2024 年年报，2024 年公司贵金属投资产品业务收入 129.06 亿元，同比增长 45.28%，占公司总收入的 63.79%。根据菜百股份 2020-2024 年年报，从历史数据量价拆分来看，2021-2024 年公司贵金属投资产品销售量持续正增长，分别同比+44.38%、+8.94%、+35.97%、+18.64%，单价分别同比-4.85%、+13.83%、+14.58%、+22.46%。

图表26：菜百股份贵金属投资产品业务收入占比



资料来源：wind，菜百股份 2020-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

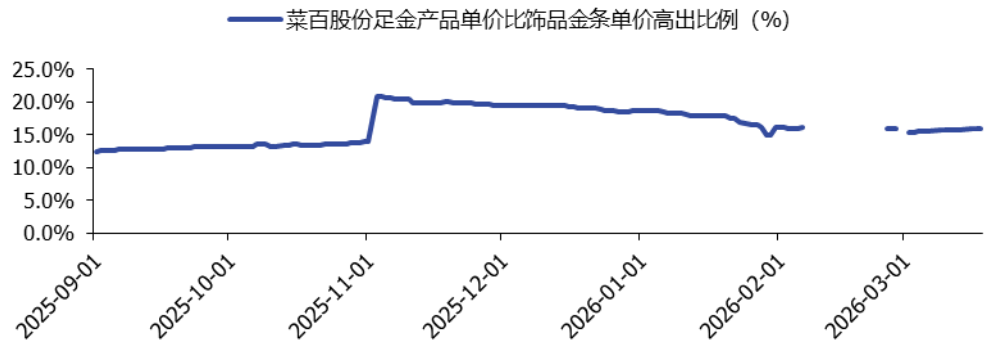
图表27：菜百股份贵金属投资产品业务收入、量、价同比增速



资料来源：wind，菜百股份 2020-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

在金价上涨周期内，贵金属投资产品业务更易受到消费者的青睐，公司有望受益于投资金消费的走强。根据本报告前文关于行业部分的讨论，我们发现在黄金价格加速上升阶段，投资金消费占比往往有望提升，叠加当下黄金增值税背景下，部分投资金受益于政策所带来的税收优惠，终端价格的相对优势被进一步扩大。根据 ifind、中国黄金投资网数据，在黄金税收新规实施前，2025 年 10 月 31 日，菜百股份足金产品单价比饰品金条单价高出 13.99%；在黄金税收新规实施后，我们参考 2025 年 11 月 3 日的的数据，菜百股份足金产品单价比饰品金条单价高出 20.84%。

图表28: 黄金税收新规前后菜百股份足金产品单价比饰品金条单价高出比例

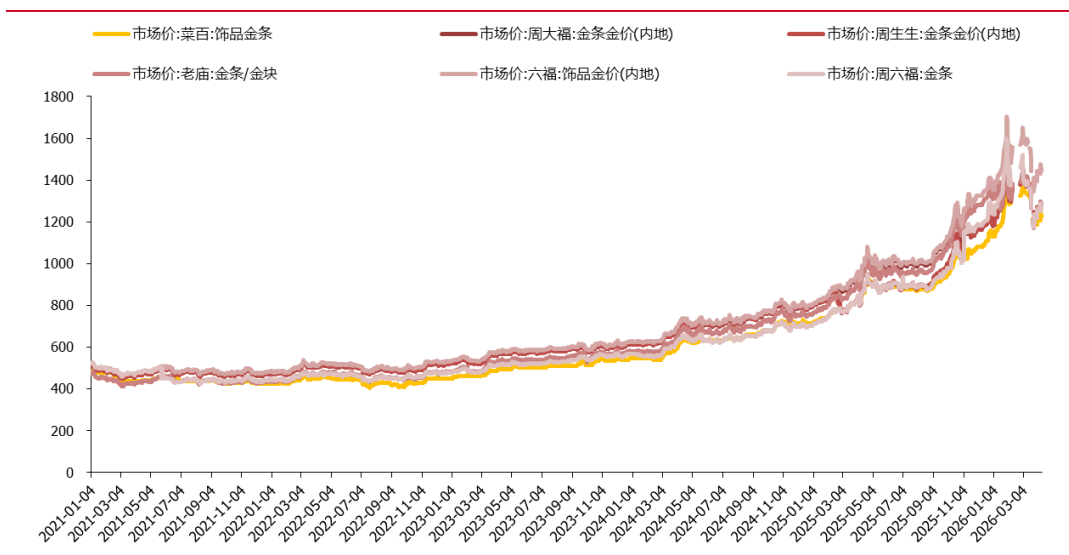


资料来源: ifind, 中国黄金投资网, 长城证券产业金融研究院

上金所会员+全直营模式，贵金属投资产品业务来看，公司有望充分受益于黄金增值税改革。作为上金所会员单位，公司持续受益于原材料采购优势。根据菜百股份招股说明书，2002年为了进一步规范和开放黄金市场，在国家的帮助下，上金所正式成立，也开启了我国黄金市场化的帷幕，国家出台了一系列的配套政策，对黄金珠宝的生产、交易、加工、销售等环节进行规范化，使我国珠宝首饰企业享受增值税、消费税等诸多税收优惠政策。在此背景下，公司作为上金所会员单位通过上金所交易标准黄金，享受增值税即征即退政策；作为中国金币特许零售商，享受熊猫普制金币的免税政策等。2025年11月1日起财政部、税务总局公告2025年第11号正式实施，对黄金有关税收进行了调整。根据该公告的最新规定，作为上金所的会员单位，公司在向上金所购入投资性用途的标准黄金时，仍然享受上金所实施的增值税即征即退政策，并且免征城市维护建设税、教育费附加。然而非会员客户（以一般纳税人企业为例）通过会员代理购入投资性用途的黄金时，只能获取交易所开具的普通发票，以普通发票上注明的金额和仅为6%的扣除率计算进项税额，因此，公司在购入投资性用途的标准黄金时，考虑到对应的增值税税率为13%，公司在成本端约有7%的价格优势。因此，我们认为，对于消费者而言，通过菜百股份的直营门店采购投资性用途的黄金，避免了渠道中间环节的额外税负带来的加价，可间接受益于菜百股份的采购成本优势，有望进一步带动菜百股份在投资金领域的份额的提升。

根据 ifind、中国黄金投资网数据，我们选取2026年1-3月均价，以菜百的金条克价均价为基准，周大福、周生生、老庙、六福、周六福的金条克价均价分别较菜百高出4%、4%、7%、19%、8%。

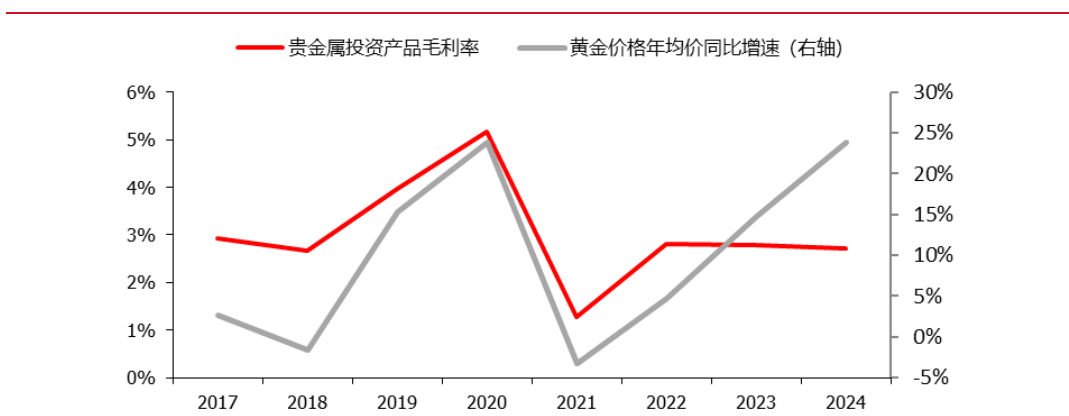
图表29: 各品牌金条克价 (元/克)



资料来源: ifind, 中国黄金投资网, 长城证券产业金融研究院

公司遵循“以销定采”政策，因此在金价上涨周期内，公司贵金属投资产品业务毛利率有望得到改善。根据菜百股份 2025 年半年报，公司获取原材料的方式主要包括黄金现货交易、黄金租赁及部分以旧换新业务取得旧金。1) 黄金现货交易：作为上金所会员，公司可直接现货交易提取黄金实物，通过“以销定采”的多批次、小批量的采购原则，可降低原料价格风险。2) 黄金租赁：公司与银行签订黄金租赁合同，按照一定租赁利率从银行借入黄金原材料并对租入黄金拥有处置权，根据协议约定定期支付黄金租赁利息，租借到期后公司归还租赁黄金。同时，公司通过黄金 T+D 合约对冲金价波动风险。3) 以旧换新业务：作为取得生产用原材料的补充性渠道，公司为顾客提供黄铂金首饰的以旧换新服务，通过该业务取得的旧饰，在委托有专业资质的贵金属精炼厂精炼提纯后进行加工。回顾公司贵金属投资产品业务的毛利率，与黄金价格年度均价的同比变化情况，呈现出了一定的趋势一致性。并且从公司贵金属投资产品的历史毛利率空间来看，2024 年公司贵金属投资产品毛利率仅为 2.71%，处于历史区间中值偏下位置，从未来毛利率变动趋势来看，仍有可改善空间。

图表30: 菜百股份贵金属投资产品毛利率&黄金价格年均价同比增速

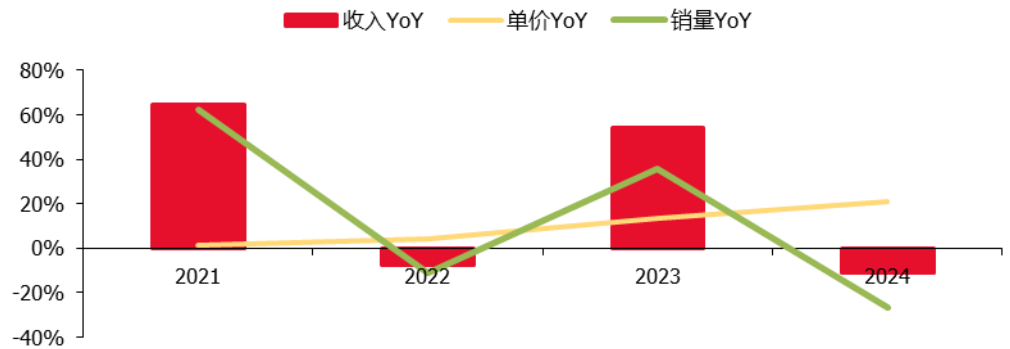


资料来源: wind, 菜百股份招股说明书, 菜百股份 2021-2024 年年报, 上海黄金交易所, 长城证券产业金融研究院

3.2.黄金饰品业务立足于高附加值环节

根据菜百股份 2024 年年报，公司以“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”，构建立体化的品牌矩阵。此外，根据公司 2025 年半年报，针对集团采购及个性化定制需求，公司首饰设计中心团队还提供专业化的黄金珠宝钻石定制服务，进一步满足消费者的多元化需求。根据 ifind 数据，2024 年公司黄金饰品实现营收 54.73 亿元；从历史数据量价拆分来看，2021-2024 年公司黄金饰品销售量同比变化为+62.22%、-11.09%、+35.66%、-26.42%；单价同比变化为+1.60%、+4.02%、+13.60%、+20.78%。

图表31：菜百股份黄金饰品业务收入、量、价同比增速



资料来源：ifind，菜百股份招股说明书，菜百股份 2020-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

图表32: 菜百股份三大品牌部分产品展示

品牌	菜百首饰	菜百传世	菜百悦时光
特点	主品牌	古法黄金	时尚轻奢
产品图片			
名称	菜百首饰 黄金手镯 足金工艺炫彩手镯	菜百首饰 菜百传世 丝韵金系列 如意足金链牌	菜百首饰 悦时光系列 浪漫星河 18K 金钻石链牌项链
产品图片			
名称	菜百首饰 黄金转运珠 足金推拉儿童手镯	菜百首饰 菜百传世 古法珐琅手镯	菜百首饰 悦时光系列 18K 金钻石项链

资料来源: 菜百首饰官方商城, 长城证券产业金融研究院

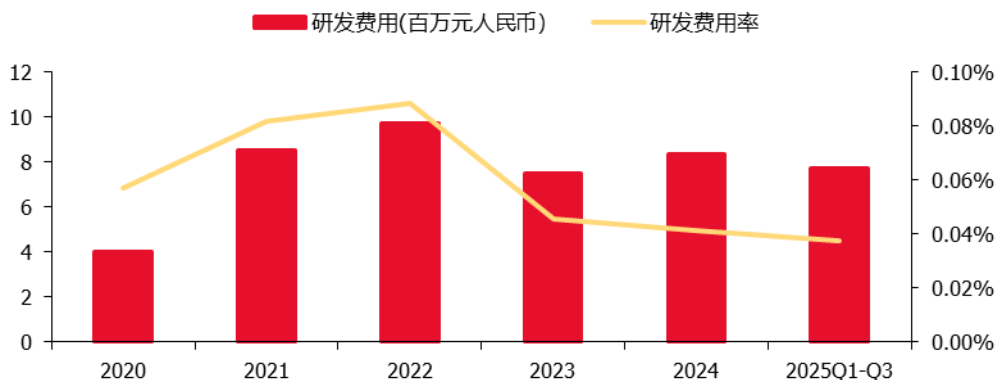
公司采用抓两头、控中间的“微笑曲线”经营模式，聚焦于高附加值环节。根据菜百股份 2025 年半年报，公司的业务重心在于能体现黄金珠宝产品附加价值的两端，上游包括原材料采购和产品设计等，下游则专注于首饰文化推广、直营门店管理、会员资源运营与增值服务等，聚焦于能为顾客带来更高附加值的环节。同时，公司将黄金珠宝行业高度标准化的生产环节以委外加工方式完成，重点把控供应质量。根据菜百股份 2025 年 10 月 29 日、10 月 30 日投资者关系活动记录表，公司在费用方面实施严格管控，注重资源向销售一线倾斜，依据消费趋势与销售机会动态调整投入策略，规避低效资源分配，通过精细化预算管理及“精准投入”原则确保费用支出稳定性。

上文我们已经详细探讨了公司在原材料采购方面的情况,在产品的设计、产品加工及采购、销售的具体环节上,公司进一步放大自身优势:

1) 产品设计: 根据菜百股份 2025 年 10 月 29 日、10 月 30 日投资者关系活动记录表,研发方面,公司充分发挥直营模式优势,整合一线销售反馈、后台采购数据及设计研发

团队设计多部门参与市场需求研判，确保产品开发精准匹配市场适销性。公司 2025 年 Q1-Q3 研发费用为 771 万元人民币，研发费用率为 0.04%，同比下降 0.01pct。2023 年到 2025Q1-3 公司研发费用率相对稳定。

图表33：公司研发费用及研发费用率



资料来源：ifind，菜百股份招股说明书，菜百股份 2021-2024 年年报，菜百股份 2025 年三季报，长城证券产业金融研究院

①满足消费者“悦己”需求：

根据菜百股份 2024 年年报，基于对年轻客群消费心理的洞察，公司将文化势能转化为情感共鸣触点，发力“悦己”需求的产品线，如甜美风格为代表的“菜百 LOVIN 恋意”系列、融合都市时尚的“菜百东方花园”系列，构建“文化认同、情感连接、价值交付”的营销闭环，得益于潮流趋势的导向性作用，实现显著销售增长。

②和热门 IP 合作：

根据菜百股份 2024 年年报，公司持续深化 IP 资源整合及文化赋能战略，牢牢把握“国潮”文化特色，积极推动传统美学与现代创意深度融合，与北京动物园、景山公园达成战略合作，迭代更新“家和祥瑞”、“百事如意”等国潮系列，通过 IP 合作、产品创新及全渠道布局应对消费趋势变化。

③古法黄金打造国风新潮：

经中国日报中文网转载的东方网报道指出，“菜百传世”古法黄金系列更注重古法黄金饰品所包含的情感表达，融合古法篆刻、锤碟等特色工艺，涵盖了祈福、生肖、婚庆、儿童等主题，古色古香，典雅百搭，满足各年龄段消费者对国潮文化风格的多元化追求。

图表34: 菜百股份部分产品设计



资料来源: 天猫菜百旗舰店, 长城证券产业金融研究院

我们认为，当下金饰产品的设计性愈发重要，依托于全直营的模式，公司能够快速响应消费者需求，并体现在产品设计中。尤其是当前，金价处于高位震荡，黄金珠宝消费的客群决策更趋谨慎，对产品工艺与设计标准的要求显著提升，消费者购买偏好向小克重、高工艺、个性化产品倾斜，行业消费结构分化特征逐渐显现。从基本商业模式来看，依托直营为主的模式，菜百有能力直接获取第一手消费者需求反馈，并快速传导至供应链端、设计端及运营端，形成跨环节联动与良性循环，从而快速响应市场需求与消费者偏好，灵活调整产品策略，奠定了产品设计的基本实力。

2) 产品加工及采购方面：公司产品货源主要来自于自行采购原料进行委外加工、联营和成品采购。

①产品委外加工：根据菜百股份 2025 年半年报，公司制定严格标准，重点把控供应质量。从标准来看，公司通过制定严苛的供应链甄选程序及严于国家标准的“菜百首饰”质量订单标准，多维度管控供应商，同时通过地域分散等策略分散了加工中断等风险。实际操作过程中，公司向供应商下达订单，并安排驻厂采购人员在生产、出库环节进行多轮监督检查和有损检测，商品到货后委托第三方检测机构进行检测，检测合格后才能入库，随后在出库、销售等环节还有多道检验手续，以确保产品质量。

②产品采购：根据菜百股份 2025 年半年报，联营采购模式下，公司与供应商签订联营合作协议，供应商向公司提供商品，公司按照统一经营理念、统一管理、统一收款、统一销售凭证、统一投诉处理对联营商品进行规范管理，双方按协议约定分成比例进行结

算。成品采购模式下，公司直接向供应商采购商品，公司作为中国金币特许零售商，公司销售的贺岁金条、纪念币、熊猫金银币等商品采用成品采购模式；出于丰富产品款式的考虑，少量黄金饰品亦采用成品采购模式。

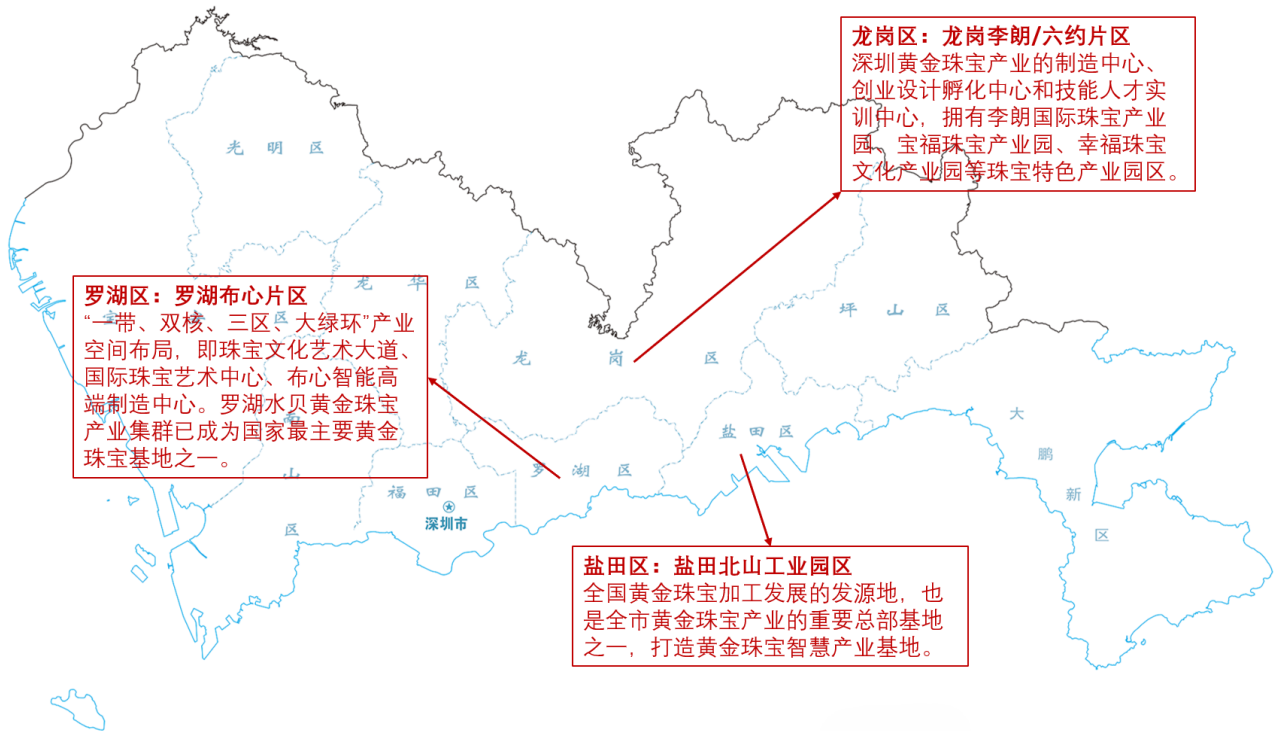
行业层面来看，我们认为国内特有的黄金饰品生产集群为公司采用上述产品加工及采购模式提供了基础和便利。根据中国珠宝玉石首饰行业协会报道，截至 2021 年，以深圳罗湖、广州番禺、顺德伦教、广州花都、深圳横岗、福建莆田、广西贺州为代表的加工制造型集群聚集了大量的贵金属首饰镶嵌加工、钻石切磨以及配套企业，催生了一批全国性知名品牌和行业龙头企业，并且相对于其他集聚区，这些区域基本都建有功能完善的现代化产业园区，其物流、信息、人才、技术、商务办公等公共服务和产业配套支撑体系更为完善。根据中新社国是直通车信息，依托于 20 世纪 80 年代后期，香港的珠宝制造业陆续将工厂迁移至深圳，带来了先进的技术、设备和经验；1989 年至 1990 年，市政府将珠宝行业定位为出口创汇的支柱产业，并成立了深圳市黄金珠宝首饰行业协会；经过 40 多年的发展，深圳珠宝行业逐渐走向成熟。

水贝已经成为全国最大、发展水平最高、产业链条最完善的黄金珠宝产业集聚区之一；深圳市罗湖区政府 2023 年发布的《深圳市罗湖区促进黄金珠宝产业高质量发展行动方案》指出，要将罗湖打造成为具有全球影响力的黄金珠宝商贸中心、黄金金融创新中心、黄金珠宝品牌总部基地，把“罗湖水贝”打造成区域品牌名片，建设国际知名的“世界宝都”。

据前瞻产业研究院报道，截至 2024 年末，深圳黄金珠宝产业呈“多区协同、链式分布”格局：上游原材料市场集中，本地布局较少；中游加工制造发达，全市约 1000 家企业集聚于罗湖北心、龙岗李朗/六约、盐田北山三大制造区，其中龙岗为制造与设计孵化中心，盐田为产业发源地和总部基地之一；下游以罗湖水贝为核心，占据全国约 50% 批发市场份额；目前来看，深圳市围绕着黄金的配套服务进行完善，推进强链补链延链工程，拥有检测、物流、金融等企业超 250 家。

我们认为，深圳水贝黄金珠宝产业集聚区以及类似产业集群，凭借其高度集中的加工制造企业与成熟的上下游配套体系，可以为公司采用高效本地化采购与委托加工模式提供便利，使得公司能够快速对接产能、优化供应链效率，有效支撑产品开发与市场响应。

图表35: 深圳市黄金珠宝产业发展载体图谱

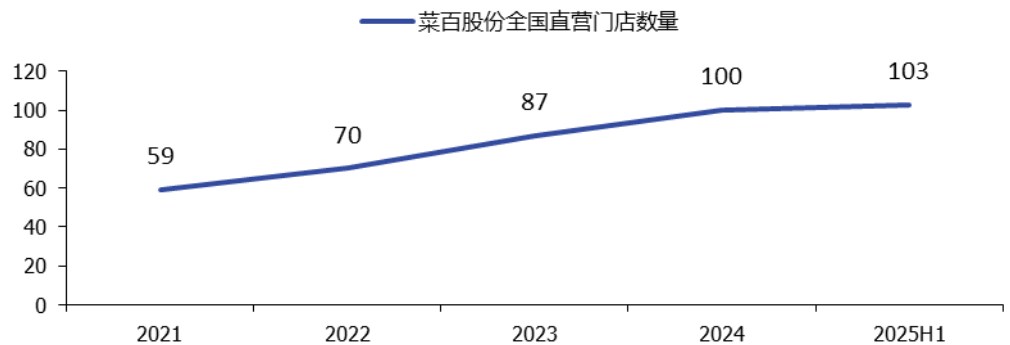


资料来源：前瞻产业研究院，长城证券产业金融研究院

3) 产品销售：全直营模式，电商加速发展，扎根北京&向外扩张。

公司以全直营模式开展经营。根据菜百股份 2025 年半年报，截至 2025H1 末，公司拥有包括覆盖北京各行政区和天津、河北、包头、西安、苏州、武汉的 103 家直营连锁门店；以及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；并与北京农村商业银行、北京银行、华夏银行等多家银行开展合作，利用银行渠道体系完善、网点众多的优点，在银行网点开展销售。

图表36: 菜百股份全国直营门店数量



资料来源：菜百股份 2021-2024 年年报，菜百股份 2025 年半年报，长城证券产业金融研究院

公司采用全直营模式，在行业内具有稀缺性。 同行业可比公司周六福、曼卡龙、老凤祥、周大福、老庙、潮宏基等黄金珠宝品牌线下除直营门店外，还通过加盟门店进行扩张；而菜百线下采用全直营的模式，我们认为，全直营模式有望更好地维护品牌形象、保证服务质量、提高市场反应速度，同时在价格传导与利润空间上可能拥有一定优势。

北京总店营收占比逐步回落，公司对核心大店的依赖性有望持续降低。 2021-2024 年，公司线下销售持续增长。2024 年公司线下门店销售收入为 150.95 亿元人民币，同比增长 13.4%，占比 74.6%。我们认为，公司作为北京本土黄金珠宝零售龙头企业，有望充分受益于区域消费活力，巩固其市场优势并释放增长潜力，同时公司在多地区进行布局，北京总店营收占比逐步回落，公司有望构建更具韧性的营收结构。

公司对核心大店的依赖性有效降低，北京总店作为公司收入占比较高的门店，近年来收入占比也呈现出逐渐下降的趋势，由 2018 年的 70.95% 逐年降低至 2024 年的 48.25%。根据菜百股份招股说明书，我们已知 2018 至 2020 年北京总店营收，且根据测算，2018-2020 年北京总店收入分别占公司收入的 70.95%、66.16%、61.12%。但是后续北京总店收入并未直接披露，因此我们做出以下测算，计算公式为“门店收入=营业面积*坪效”。根据菜百股份招股书、2022 和 2023 年年报、2025 年半年报，北京总店营业面积数据为 8800 平方米，因此我们假定北京总店营业面积均为 8800 平方米。根据菜百股份历年年报，我们可知公司 2021-2024 年坪效。经测算，我们可知，2021-2024 年北京总店营收分别为 63.24、62.83、87.88、97.62 亿元，收入占比分别为 60.77%、57.17%、53.09%、48.25%。

根据菜百股份 2025 年半年报，2025 年上半年，除北京总店以外，公司在全国范围内规模最大的直营连锁门店祥云小镇店在北京顺义区中粮•祥云小镇正式开业，该店营业面积 1600 余平方米，以“黄金珠宝与文化共生”为核心理念，创新升级“馆店结合”模式，构筑集“博物展陈、匠心设计、定制服务与艺术体验”四位一体的文化消费新场域。截至 2025 年 12 月，菜百祥云小镇店客流量与门店效益稳步提升，运营情况良好。此外，公司筛选重点区域，试点运行自助售卖机，进一步拓宽终端市场覆盖。

图表37: 菜百股份北京总店收入

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
北京总店营收 (亿元人民币)	61.11	55.57	43.20	63.24	62.83	87.88	97.62
YoY		-9.06%	-22.26%	46.39%	-0.64%	39.86%	11.09%
北京总店营业面积 (平方米)	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800
北京总店营业面积坪效 (万元/平方米/年)	69.44	63.15	49.09	71.86	71.40	99.86	110.93
北京总店收入 占总营收比重	70.95%	66.16%	61.12%	60.77%	57.17%	53.09%	48.25%

资料来源：菜百股份招股说明书，菜百股份 2021-2024 年年报，菜百股份 2025 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表38: 菜百股份北京总店



资料来源: 上证路演网, 长城证券产业金融研究院

图表39: 菜百股份祥云小镇店开业典礼



资料来源: 北京日报客户端, 长城证券产业金融研究院

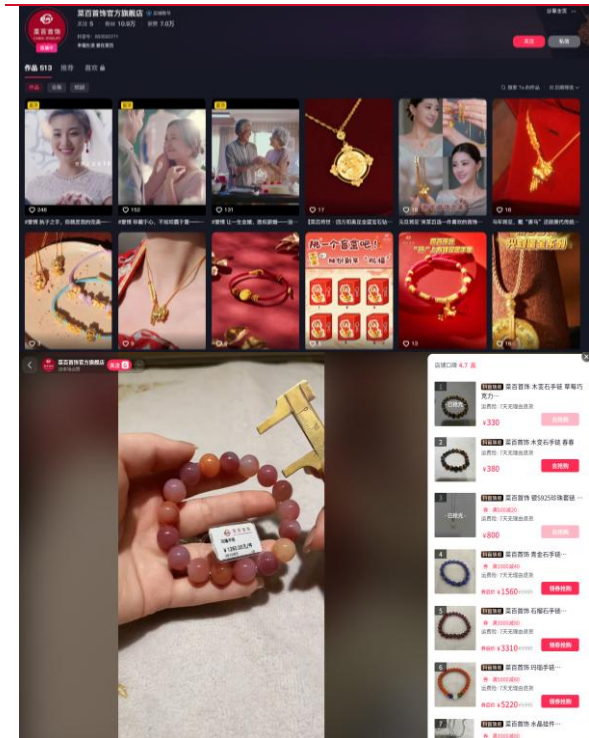
公司电商业务快速增长, 货架电商和直播电商双轮驱动。根据菜百股份 2025 年半年报, 公司电商主要以菜百首饰自营官方商城及在京东、天猫、抖音等电商平台开设的线上店铺、直播销售等覆盖全国市场的线上销售网为主。公司持续加深平台合作, 积极布局直播电商新业态, 在抖音、快手等平台实现销售突破。通过达人直播带货与店播双轨并行, 直播销售额显著提升, 其中达人合作模式贡献突出。根据菜百股份 2024 年年报, 2024 年公司线上渠道实现营业收入 48.18 亿元, 同比增长 59.7%, 增长势头强劲。我们认为, 在公司门店目前主要集中于华北地区的背景下, 电商平台的快速增长有效突破了地理限制, 不仅将销售业务触达全国各区域, 吸引更多广泛的客群, 还显著提升了品牌在全国范围内的曝光度与影响力, 为构建高效的全渠道零售体系和强化品牌形象提供了有力支撑。

图表40: 天猫菜百首饰旗舰店



资料来源: 天猫, 长城证券产业金融研究院

图表41: 抖音菜百首饰官方旗舰店和直播间

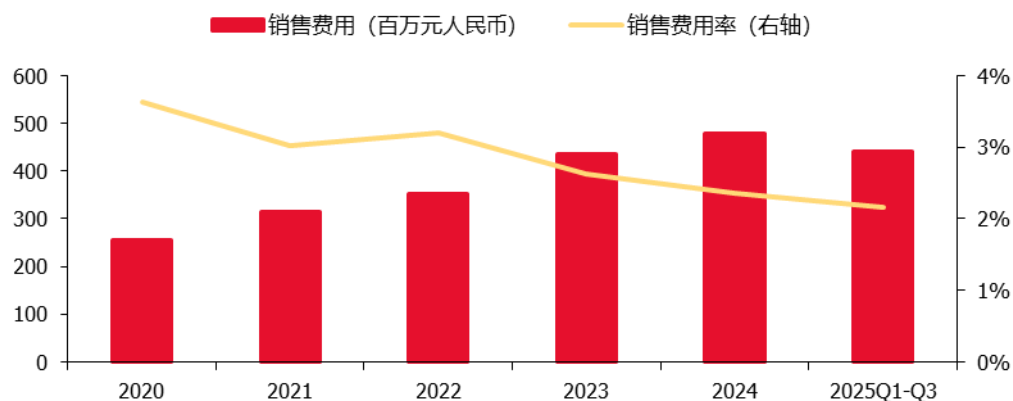


资料来源: 抖音, 长城证券产业金融研究院

公司打通线上线下营销一体化，配合优质服务收获客户赞誉。根据公司 2025 年半年报，公司依托探店模式强化消费场景渗透，串联粉丝从种草到下单的完整链路，推动线上流量与线下场景双向赋能，形成双端流量互引、品销合一的营销闭环。同时，根据公司 2024 年年报，公司不断探寻品牌差异化、会员精准化、营销全员化的运营思路，尝试以短视频输出产品故事，顺应市场趋势扩大份额，以品销联动达成流量与用户规模同增长，实现多渠道高曝光，全人群多覆盖，构建立体化营销新模式。我们认为，公司全方位营销配合始终如一的优质服务态度，可以持续提升客户体验与满意度，赢得消费者的信任；许多顾客在亲身感受到专业、贴心的服务后，可能会主动在社交平台分享购物经历，从而形成自发宣传效应，有望有效扩大品牌影响力与美誉度。

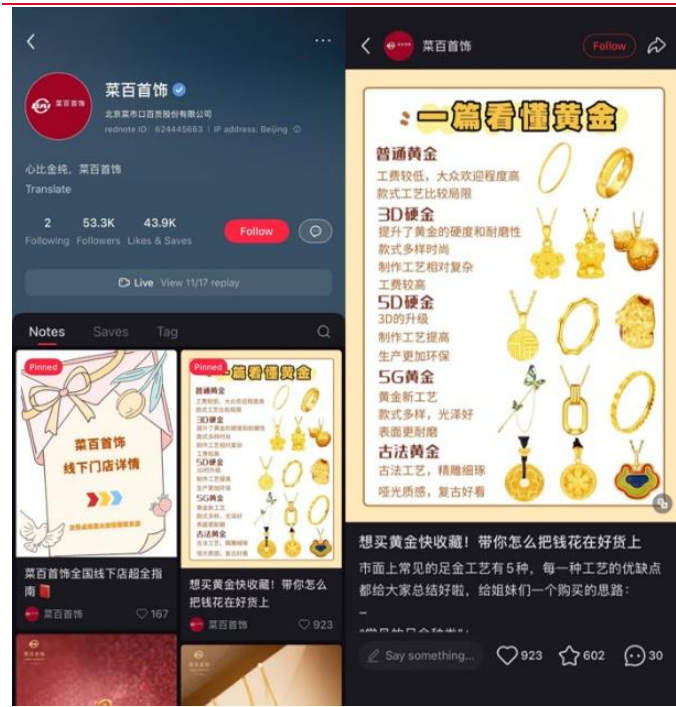
近年来，公司销售费用率稳中有降。公司 2025 年 Q1-Q3 销售费用为 4.42 亿元人民币，销售费用率为 2.2%，同比下降 0.2pct。

图表42：公司销售费用及销售费用率



资料来源：ifind，菜百股份招股说明书，菜百股份 2021-2024 年年报，菜百股份 2025 年三季度报，长城证券产业金融研究院

图表43: 菜百首饰小红书账号



资料来源: 小红书, 长城证券产业金融研究院

图表44: 菜百首饰客户体验与反馈



资料来源: 小红书, 长城证券产业金融研究院

4.盈利预测及投资建议

收入及毛利率: 1) 贵金属投资产品: 2025 年在金价大幅上涨的催化下, 公司贵金属投资产品业务收入有望受益于量价齐升, 我们假设 2025-2027 年收入同比增速分别为 107.35%、41.10%、19.70%; 考虑到金价快速上涨过程中, 公司有望受益于“低买高卖”, 带动贵金属投资产品业务毛利率的提升, 我们假设 2025-2027 年该业务的毛利率分别为 4.41%、4.81%、4.99%。2) 黄金饰品: 在金价大幅上涨的阶段, 消费者饰品消费倾向存在于转向于小克重产品的可能, 但与此同时, 受到黄金增值的预期带动, 总消费额仍有望维持增长, 我们假设 2025-2027 年公司黄金饰品业务收入分别同比增长 12.40%、12.80%、4.50%; 随着古法黄金、IP 联名产品等工艺相对复杂、更具设计感产品收入比重的提升, 我们假设公司黄金饰品毛利率略有增长, 假设 2025-2027 年黄金饰品业务毛利率分别为 19.09%、19.23%、19.46%。3) 贵金属文化产品: 我们假设公司贵金属文化产品保持正增长趋势, 2025-2027 年收入的同比增速分别为 9.50%、8.68%、2.86%; 毛利率分别为 16.70%、17.04%、17.43%。4) 联营佣金收入、其他业务: 我们假设这两项业务相对稳定, 2025-2027 年收入规模与 2024 年维持一致, 毛利率亦与 2024 年维持一致。

费用率: 由于公司收入规模快速扩张, 有望对费用形成一定的摊薄效应, 我们假设 2025-2027 年公司销售费用率分别为 2.35%、2.00%、2.00%, 管理费用率分别为 0.50%、0.42%、0.42%, 研发费用率分别为 0.04%、0.03%、0.03%。

图表45: 菜百股份收入拆分及盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
贵金属投资产品				
收入 (百万元人民币)	12906	26761	37761	45200
YoY	45.28%	107.35%	41.10%	19.70%
毛利率	2.71%	4.41%	4.81%	4.99%
黄金饰品				
收入 (百万元人民币)	5473	6152	6939	7251
YoY	-11.14%	12.40%	12.80%	4.50%
毛利率	18.51%	19.09%	19.23%	19.46%
贵金属文化产品				
收入 (百万元人民币)	1563	1711	1860	1912
YoY	40.87%	9.50%	8.68%	2.82%
毛利率	16.13%	16.70%	17.04%	17.43%
钻翠珠宝饰品				
收入 (百万元人民币)	141	123	112	106
YoY	-34.32%	-13.00%	-8.50%	-5.50%
毛利率	37.22%	36.50%	36.15%	35.82%
联营佣金收入				
收入 (百万元人民币)	132	132	132	132
YoY	-23.61%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	94.02%	94.02%	94.02%	94.02%
其他业务				
收入 (百万元人民币)	18	18	18	18
YoY	35.03%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	96.09%	96.09%	96.09%	96.09%
营业收入				
收入 (百万元人民币)	20233	34896	46821	54619
YoY	22.24%	72.48%	34.17%	16.65%
毛利率	8.94%	8.10%	7.79%	7.65%
销售费用率	2.36%	2.35%	2.00%	2.00%
管理费用率	0.53%	0.50%	0.42%	0.42%
研发费用率	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%

资料来源: 菜百股份 2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

公司凭借上金所会员身份+全直营渠道, 占据投资金业务强势地位, 同时黄金饰品等业务凭借出色的设计、优质的销售渠道获得消费者的认可。我们选取黄金珠宝行业上市公司作为可比公司, 包括港股的老铺黄金、周生生、周六福, 参考 ifind 一致预期, 对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 8.3X; 以及 A 股的老凤祥、曼卡龙、莱绅通灵、潮宏基、周大生, 参考 ifind 一致预测数据, 对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 15.6X。我们看好公司的发展, 预测公司 2025-2027 年实现归母净利润 11.06 亿元、15.03 亿元、16.85 亿元, 对应 PE 16.0X、11.8X、10.5X, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表46: 可比公司估值情况

所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元人民币)		PE (倍)	
				2026E	2027E	2026E	2027E
港股	6181.HK	老铺黄金	1,110	79.1	101.0	12.4	9.7
	0116.HK	周生生	95	20.0	23.3	4.2	3.6
	6168.HK	周六福	83	9.1	10.3	8.1	7.2
	平均值					8.3	6.8
所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿元人民币)		PE (倍)	
				2026E	2027E	2026E	2027E
A股	600612.SH	老凤祥	179	18.6	20.2	9.7	8.9
	300945.SZ	曼卡龙	41	1.6	2.0	25.5	20.7
	603900.SH	莱绅通灵	26	1.4	1.9	19.1	13.5
	002345.SZ	潮宏基	93	7.0	8.4	13.4	11.1
	002867.SZ	周大生	128	12.4	13.7	10.3	9.3
	平均值					15.6	12.7
605599.SH 菜百股份			177	15.0	16.8	11.8	10.5

资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

注: 市值取 2026 年 4 月 13 日数值, 汇率取 1 元人民币=1.13 港元, 2026-2027 年归母净利润预测值均为 ifind 一致预期

5. 风险提示

核心经营区域影响较大的风险。公司销售具有较为明显的区域性, 且北京总店销售占比较高, 或受到部分区域经营效果的影响较大。

渠道扩张不及预期。公司当前通过在全国多省开设门店、在线上渠道销售等方法扩大销售区域, 但相关区域的扩张仍存在不及预期的可能性。

市场竞争加剧的影响。当前我国黄金饰品、投资金愈发受到消费者的认可, 供应端或有些品牌为了进一步获取市场份额加大产品研发、市场营销的力度等。

原材料价格波动的风险。黄金作为公司的核心原材料, 其价格会受到国内外经济形式、通货膨胀、供求变化、地缘政治等多种复杂因素的影响, 公司采购决策、库存管理或影响公司的盈利能力。

委外加工的风险。虽然公司对委外加工厂商进行了严格的筛选, 并与主要委外加工厂商均建立了良好的长期业务合作关系, 且终端销售产品已经第三方权威检测机构检测, 但如委外加工厂商延迟交货, 或加工工艺和产品质量达不到公司所规定的标准, 可能对本公司存货管理及经营产生不利影响。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6027	6698	7278	8192	9395
现金	1732	1492	1492	2068	2754
应收票据及应收账款	235	246	673	497	903
其他应收款	65	60	160	132	211
预付账款	26	16	47	44	59
存货	3233	3947	4070	4565	4607
其他流动资产	735	937	836	887	861
非流动资产	329	459	466	590	611
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	147	141	241	332	374
无形资产	23	21	18	15	11
其他非流动资产	159	296	207	242	225
资产总计	6356	7156	7744	8781	10005
流动负债	2476	2946	2856	2905	3004
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	79	90	195	181	249
其他流动负债	2397	2856	2662	2724	2756
非流动负债	90	216	153	185	169
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	90	216	153	185	169
负债合计	2566	3162	3010	3090	3173
少数股东权益	6	11	22	35	51
股本	778	778	778	778	778
资本公积	832	832	832	832	832
留存收益	2088	2263	2510	2845	3221
归属母公司股东权益	3784	3983	4713	5656	6781
负债和股东权益	6356	7156	7744	8781	10005

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	409	1196	1228
净利润	710	726	1117	1517	1700
折旧摊销	38	38	44	34	43
财务费用	32	49	62	55	44
投资损失	-47	-31	-140	-130	-120
营运资金变动	-173	-484	-658	-272	-429
其他经营现金流	130	83	-15	-8	-11
投资活动现金流	-127	-93	124	-28	73
资本支出	33	41	185	92	98
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-94	-52	309	63	171
筹资活动现金流	-443	-641	-717	-592	-616
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	-717	-592	-616
现金净增加额	121	-352	0	576	686

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16552	20233	34896	46821	54619
营业成本	14785	18424	32070	43174	50441
营业税金及附加	283	245	422	566	660
销售费用	434	478	820	936	1092
管理费用	112	107	174	197	229
研发费用	8	8	14	14	16
财务费用	32	49	62	55	44
资产和信用减值损失	-12	-1	-1	-2	-2
其他收益	6	5	6	6	6
公允价值变动收益	13	11	12	11	12
投资净收益	47	31	140	130	120
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	951	969	1491	2026	2271
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	952	969	1491	2026	2271
所得税	242	243	375	509	571
净利润	710	726	1117	1517	1700
少数股东损益	4	7	10	14	16
归属母公司净利润	707	719	1106	1503	1685
EBITDA	991	1022	1597	2115	2359
EPS (元/股)	0.91	0.92	1.42	1.93	2.17

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	72.5	34.2	16.7
营业利润 (%)	54.3	1.9	53.9	35.9	12.1
归属母公司净利润 (%)	53.6	1.7	53.9	35.9	12.1
获利能力					
毛利率 (%)	10.7	8.9	8.1	7.8	7.6
净利率 (%)	4.3	3.6	3.2	3.2	3.1
ROE (%)	18.7	18.2	24.5	27.5	25.6
ROIC (%)	18.6	18.3	25.7	28.5	26.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.4	44.2	38.9	35.2	31.7
净负债比率 (%)	-44.8	-36.1	-32.7	-37.5	-41.4
流动比率	2.4	2.3	2.5	2.8	3.1
速动比率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	2.8	3.0	4.7	5.7	5.8
应收账款周转率	67.8	84.1	76.0	80.1	78.0
应付账款周转率	200.6	217.5	225.0	230.0	235.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.91	0.92	1.42	1.93	2.17
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.89	0.49	0.53	1.54	1.58
每股净资产 (最新摊薄)	4.87	5.12	5.82	7.04	8.48
估值比率					
P/E	25.0	24.6	16.0	11.8	10.5
P/B	4.7	4.4	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	15.7	15.4	9.9	7.2	6.2

资料来源: 聚源数据, ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686