

菜百股份 (605599.SH)

收入加速增长，稳步推进门店扩张

优于大市

核心观点

一季度收入加速增长，扣非归母净利润增长62%。公司2025年实现营收288.2亿元，同比+42.44%，归母净利润11.33亿元，同比+57.59%，扣非归母净利润10.26亿元，同比+50%，位于此前预计预告区间。2026年一季度营收142.73亿元，同比+73.59%，增速进一步加快。一季度归母净利润3.98亿元，同比+24.62%，扣非归母净利润4.49亿元，同比+62.31%。整体业绩受益于金价上行带来的贵金属投资业务增长，以及产品持续升级支撑毛利率。

分红方面，2025年拟合计现金分红总额6.07亿元，占归母净利润的53.54%。

贵金属投资业务增长较好，积极借助文化IP创新产品。公司2026年一季度黄金珠宝零售业务实现收入142.27亿元，同比增长73.95%，其中预计贵金属投资产品增速领先，占整体收入的比重达到70%多。此外，公司投资产品也在积极创新，开发贺岁金条、IP联名金条等产品，毛利率相对较高。首饰产品方面，公司积极借助文化IP等销售古法、金镶钻等高毛利率产品，不断推动产品结构优化。渠道方面，截至2025年底，公司直营门店总数106家；电商渠道实现收入66.66亿元，同比增长39.5%。

产品结构变化影响毛利率，费用率优化。公司2026年一季度毛利率7.13%，同比-1.21pct，主要系贵金属投资产品占比提升影响。销售费用率1.47%，同比-0.56pct，管理费用率0.27%，同比-0.15pct，整体费用率优化。现金流方面，一季度实现经营性现金流净额2.06亿元，同比-86.58%，系本报告期采购商品同比增长所致。

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。

投资建议：公司积极推进产品迭代升级，包括文化属性的投资金产品，时尚设计的古法黄金首饰等，在保持收入增长的同时支撑公司毛利率水平。渠道扩张亦稳步推进，带动品牌知名度提升。考虑公司短期贵金属产品占比提升影响毛利率，以及今年金价相较于去年涨幅较弱的假设下，我们略下调公司2026-2027年归母净利润预测至12.44/13.92亿元（前值分别为13.03/14.65亿元），并新增2028年预测为16.19亿元，对应PE分别为14.6/13.1/11.2倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,232.66	28,819.55	34,694.86	41,232.78	46,851.81
(+/-%)	22.24%	42.44%	20.39%	18.84%	13.63%
净利润(百万元)	719.01	1133.07	1243.87	1392.08	1619.26
(+/-%)	1.73%	57.59%	9.78%	11.92%	16.32%
每股收益(元)	0.92	1.46	1.60	1.79	2.08
EBIT Margin	4.80%	5.14%	4.51%	4.26%	4.45%
净资产收益率(ROE)	18.05%	24.25%	23.98%	24.32%	25.19%
市盈率(PE)	25.26	16.03	14.60	13.05	11.22
EV/EBITDA	21.55	15.31	15.01	13.97	12.26
市净率(PB)	4.56	3.89	3.50	3.17	2.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪 021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

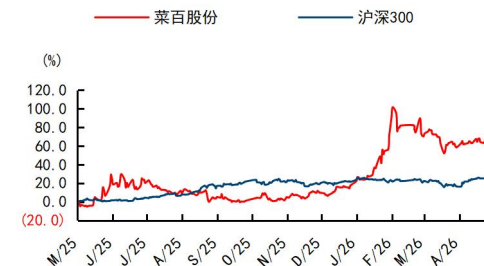
证券分析师：柳旭 0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

证券分析师：孙乔蓉若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.35元
总市值/流通市值	18161/18161百万元
52周最高价/最低价	28.35/13.00元
近3个月日均成交额	210.16百万元

市场走势

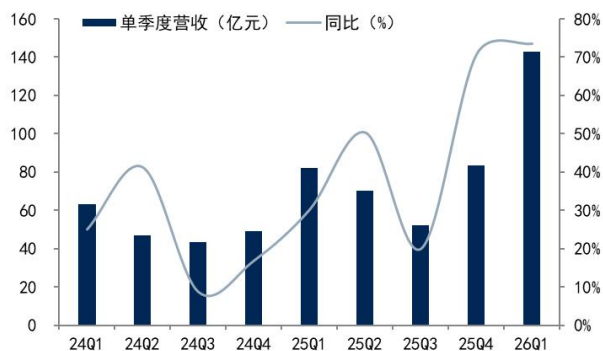


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

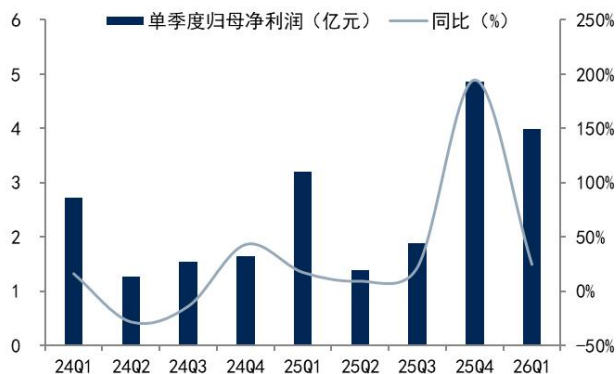
- 《菜百股份(605599.SH)-2025年归母净利润预计增长47%-71%，投资金+金饰品双推动》——2026-01-30
- 《菜百股份(605599.SH)-三季度利润加速增长，门店网络加密扩张》——2025-10-29
- 《菜百股份(605599.SH)-业绩稳健双位数增长，营销网络加密拓展》——2025-08-28
- 《菜百股份(605599.SH)-一季度归母净利润增长17%，首饰金持续产品创新》——2025-04-29
- 《菜百股份(605599.SH)-三季度收入稳健增长9%，直营门店扩张稳步推进》——2024-10-28

图1: 菜百股份单季度营业收入及增速 (亿元、%)



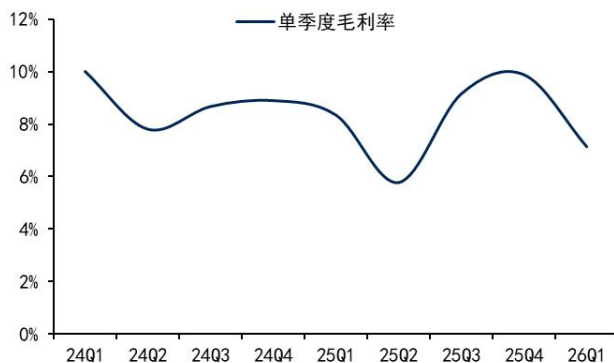
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 菜百股份单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



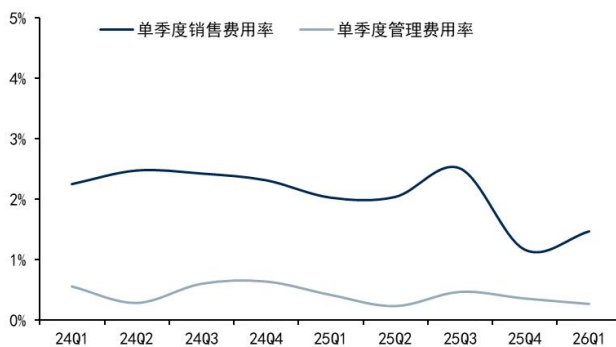
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 菜百股份单季度毛利率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 菜百股份单季度销售/管理费用率 (%)



资料来源: Wind、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。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1492	2898	3252	3578	4278	营业收入	20233	28820	34695	41233	46852
应收款项	306	346	494	565	642	营业成本	18424	26426	31874	37750	42818
存货净额	3947	4255	4867	5906	6697	营业税金及附加	245	259	441	763	853
其他流动资产	479	655	787	949	1069	销售费用	478	539	633	747	855
流动资产合计	6698	9087	10334	11931	13618	管理费用	107	106	170	201	225
固定资产	141	130	158	184	207	研发费用	8	9	13	15	17
无形资产及其他	21	20	20	19	18	财务费用	49	69	(75)	(83)	(96)
投资性房地产	296	277	277	277	277	投资收益	31	130	50	50	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	10	(1)	5	5	5
资产总计	7156	9515	10789	12411	14121	其他收入	(2)	(7)	(13)	(15)	(17)
短期借款及交易性金融负债	49	53	45	49	49	营业利润	969	1541	1694	1895	2204
应付款项	90	140	177	200	232	营业外净收支	0	(0)	0	0	0
其他流动负债	2807	4390	5057	6040	6958	利润总额	969	1541	1694	1895	2204
流动负债合计	2946	4583	5279	6289	7238	所得税费用	243	387	427	476	554
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	7	21	23	26	30
其他长期负债	216	228	282	346	389	归属于母公司净利润	719	1133	1244	1392	1619
长期负债合计	216	228	282	346	389	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	3162	4811	5561	6635	7628	净利润	719	1133	1244	1392	1619
少数股东权益	11	31	41	51	64	资产减值准备	(12)	10	2	2	2
股东权益	3983	4673	5187	5725	6429	折旧摊销	18	20	16	18	21
负债和股东权益总计	7156	9515	10789	12411	14121	公允价值变动损失	(10)	1	(5)	(5)	(5)
						财务费用	49	69	(75)	(83)	(96)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(409)	1149	(132)	(200)	7
每股收益	0.92	1.46	1.60	1.79	2.08	其它	14	1	8	8	11
每股红利	0.70	0.72	0.94	1.10	1.18	经营活动现金流	320	2313	1132	1216	1655
每股净资产	5.12	6.01	6.67	7.36	8.27	资本开支	0	(14)	(40)	(40)	(40)
ROIC	19.84%	28.67%	35%	42%	49%	其它投资现金流	(72)	(458)	0	0	0
ROE	18.05%	24.25%	24%	24%	25%	投资活动现金流	(72)	(472)	(40)	(40)	(40)
毛利率	9%	8%	8%	8%	9%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	4%	4%	支付股利、利息	(546)	(561)	(730)	(854)	(915)
收入增长	22%	42%	20%	19%	14%	其它融资现金流	603	687	(8)	4	(0)
净利润增长率	2%	58%	10%	12%	16%	融资活动现金流	(489)	(435)	(738)	(850)	(915)
资产负债率	44%	51%	52%	54%	54%	现金净变动	(241)	1406	355	326	700
股息率	3.0%	3.1%	4.0%	4.7%	5.0%	货币资金的期初余额	1732	1492	2898	3252	3578
P/E	25.3	16.0	14.6	13.0	11.2	货币资金的期末余额	1492	2898	3252	3578	4278
P/B	4.6	3.9	3.5	3.2	2.8	企业自由现金流	0	2263	1014	1093	1547
EV/EBITDA	21.6	15.3	15.0	14.0	12.3	权益自由现金流	0	2951	1062	1160	1619

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所提及的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