

菜百股份 (605599.SH)

强烈推荐 (维持)

投资金驱动收入高增长, 拓店节奏稳健

公司 2025 全年业绩快速增长, 四季度表现尤为突出; 26Q1 增长势头延续, 季内收入+74%、扣非净利润+62%。金价持续上涨驱动贵金属投资产品热销, 2025 年收入占比已超 70%, 也因此带来毛利率的结构性下降。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 13.31 亿、15.72 亿、17.95 亿元, 同比+18%、+18%、+14%, 对应 26PE12.3X, 维持“强烈推荐”评级。

□ 2025 年业绩快速增长, 26Q1 增势延续。1) 2025 年: 实现营收 288.20 亿元, 同比+42.44%; 归母净利润 11.33 亿元, 同比+57.59%; 扣非净利润 10.26 亿元, 同比+50.00%。2) 2025Q4: 营收 83.48 亿元, 同比+70.80%; 归母净利润 4.86 亿元, 同比+194.77%; 扣非净利润 4.41 亿元, 同比+176.73%。3) 2026Q1: 营收 142.73 亿元, 同比+73.59%; 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%。26Q1 存在较多非经常性亏损, 主要来自持有金融资产/负债产生的公允价值变动损失及处置损失 6990 万, 去年同期为正收益。

□ 金价持续上涨驱动贵金属投资产品热销, 饰品销售仍具韧性。2025 年收入拆分来看, 贵金属投资产品收入 210.01 亿元, 同比+62.72%; 黄金饰品 59.46 亿元, 同比+8.65%; 贵金属文化产品 15.56 亿元, 同比-0.39%; 钻石珠宝饰品 1.59 亿元, 同比+13.22%。

□ 受产品结构影响毛利率有所下降。1) 2025 年: 毛利率为 8.30% (-0.63pct), 主要系贵金属投资产品收入占比提升所致。毛利率分产品看, 黄金饰品 19.66% (+1.15pct), 贵金属投资产品 3.76% (+1.05pct), 贵金属文化产品 15.42% (-0.71pct)。25 年销售费用率 1.87% (-0.49pct), 管理费用率 0.37% (-0.16pct), 研发费用率 0.03% (-0.01pct)。2025 年销售净利率 4.01% (+0.42pct)。2) 26Q1: 销售毛利率 7.13% (-1.21pct), 销售净利率 2.84% (-1.11pct)。销售费用率 1.47% (-0.56pct), 管理费用率 0.27% (-0.15pct)。

□ 渠道稳步扩张, 2025 年净增 6 家。2025 年末, 公司直营连锁门店数量达 106 家, 全年新开设门店 17 家, 关闭门店 11 家, 净增 6 家。26Q1 净关店 1 家。

□ 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。由于公司 2025 年及 26Q1 在金价增长驱动下业绩增速亮眼, 我们调整盈利预测, 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 13.31 亿、15.72 亿、17.95 亿元, 同比+18%、+18%、+14%, 对应 26PE12.3X, 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。

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

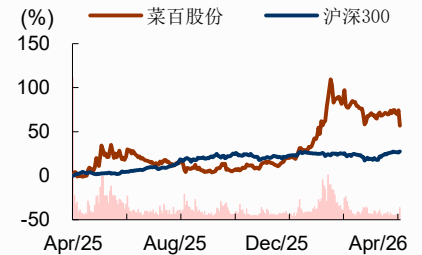
当前股价: 21.02 元

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)	16.3
流通市值 (十亿元)	16.3
每股净资产 (MRQ)	6.5
ROE (TTM)	24.0
资产负债率	49.7%
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	4	65	99
相对表现	-2	64	73



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《菜百股份 (605599) —Q3 业绩增势良好, 渠道布局稳步推进》2025-10-29
- 《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
- 《菜百股份 (605599) —24Q3 业绩跌幅收窄, 渠道扩张稳步推进》2024-10-29

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

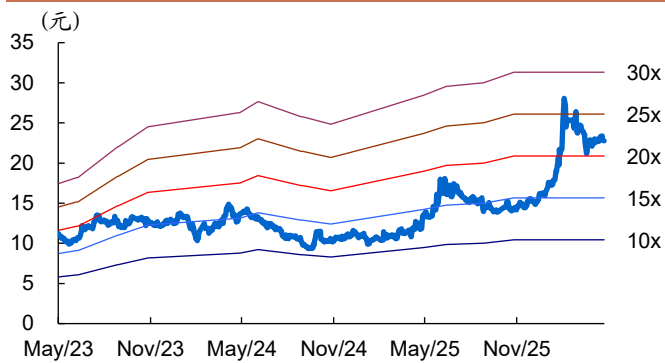
wangxueyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	20233	28820	39359	46482	52667
同比增长	22%	42%	37%	18%	13%
营业利润(百万元)	969	1541	1884	2202	2512
同比增长	2%	59%	22%	17%	14%
归母净利润(百万元)	719	1133	1331	1572	1795
同比增长	2%	58%	18%	18%	14%
每股收益(元)	0.92	1.46	1.71	2.02	2.31
PE	22.7	14.4	12.3	10.4	9.1
PB	4.1	3.5	3.0	2.8	2.5

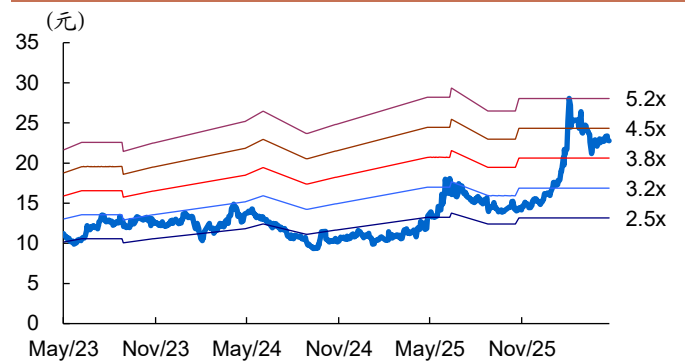
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 菜百股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 菜百股份历史 PB Band



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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	6698	9087	11389	13011	14515
现金	1492	2898	3281	3591	3966
交易性投资	475	933	933	933	933
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	246	191	236	279	316
其它应收款	60	155	212	250	284
存货	3947	4255	5832	6901	7818
其他	479	655	894	1056	1197
非流动资产	459	428	409	393	378
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	141	130	121	112	105
无形资产商誉	21	20	18	17	15
其他	296	277	270	264	259
资产总计	7156	9515	11798	13403	14893
流动负债	2946	4583	6116	7186	8104
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	90	140	192	227	258
预收账款	329	359	493	583	660
其他	2527	4084	5432	6375	7186
长期负债	216	228	228	228	228
长期借款	0	0	0	0	0
其他	216	228	228	228	228
负债合计	3162	4811	6344	7413	8331
股本	778	778	778	778	778
资本公积金	832	832	832	832	832
留存收益	2373	3064	3788	4295	4833
少数股东权益	11	31	56	86	119
归属于母公司所有者权益	3983	4673	5398	5904	6442
负债及权益合计	7156	9515	11798	13403	14893

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	381	1985	1055	1333	1578
净利润	726	1154	1356	1601	1829
折旧摊销	38	41	25	22	20
财务费用	26	26	(23)	(27)	(30)
投资收益	(16)	(18)	31	(19)	(29)
营运资金变动	(393)	787	(340)	(249)	(216)
其它	0	(5)	7	5	5
投资活动现金流	(93)	(472)	(35)	15	25
资本支出	(41)	(35)	(5)	(5)	(5)
其他投资	(52)	(437)	(31)	19	29
筹资活动现金流	(641)	(656)	(636)	(1038)	(1227)
借款变动	(138)	(6)	(53)	0	0
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	(544)	(560)	(607)	(1065)	(1257)
其他	42	(91)	23	27	30
现金净增加额	(352)	856	384	310	375

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	20233	28820	39359	46482	52667
营业成本	18424	26426	36289	42937	48646
营业税金及附加	245	259	353	417	473
营业费用	478	539	697	824	933
管理费用	107	106	105	125	141
研发费用	8	9	12	14	16
财务费用	49	69	(23)	(27)	(30)
资产减值损失	(0)	(13)	(10)	(10)	(5)
公允价值变动收益	11	10	5	5	5
其他收益	5	4	4	4	4
投资收益	31	130	(40)	10	20
营业利润	969	1541	1884	2202	2512
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	969	1541	1884	2202	2512
所得税	243	387	527	601	683
少数股东损益	7	21	25	29	34
归属于母公司净利润	719	1133	1331	1572	1795

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	22%	42%	37%	18%	13%
营业利润	2%	59%	22%	17%	14%
归母净利润	2%	58%	18%	18%	14%
获利能力					
毛利率	8.9%	8.3%	7.8%	7.6%	7.6%
净利率	3.6%	3.9%	3.4%	3.4%	3.4%
ROE	18.5%	26.2%	26.4%	27.8%	29.1%
ROIC	19.2%	26.6%	26.5%	27.6%	28.7%
偿债能力					
资产负债率	44.2%	50.6%	53.8%	55.3%	55.9%
净负债比率	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.0	1.9	1.8	1.8
速动比率	0.9	1.1	0.9	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	3.0	3.5	3.7	3.7	3.7
存货周转率	5.1	6.4	7.2	6.7	6.6
应收账款周转率	84.1	132.0	184.0	180.0	177.0
应付账款周转率	217.5	229.5	218.6	204.7	200.7
每股资料(元)					
EPS	0.92	1.46	1.71	2.02	2.31
每股经营净现金	0.49	2.55	1.36	1.71	2.03
每股净资产	5.12	6.01	6.94	7.59	8.28
每股股利	0.72	0.78	1.37	1.62	1.85
估值比率					
PE	22.7	14.4	12.3	10.4	9.1
PB	4.1	3.5	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	20.6	13.1	11.3	9.7	8.5

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。