

菜百股份（605599.SH）

京城黄金珠宝老字号，全直营模式提质增效促成长

优于大市

核心观点

公司主营黄金珠宝首饰及贵金属投资产品业务，渠道以自营为主且全渠道经营打开成长空间。公司自 2010 年成为黄金珠宝专业经营公司，深耕以黄金为主的金银珠宝销售业务，2023 年营收结构中，贵金属投资产品收入占比 53.67%；黄金首饰业务占比 37.21%。公司聚焦京津冀为核心区域，2023 年华北区域收入占比 87.2%，同时积极开拓跨区域市场。销售模式以直营为主，2023 年线下渠道收入占比 80.48%，拥有 87 家直营门店；线上渠道收入占比 18.24%，2023 年收入增速达到 105.1%，助力公司打开成长空间。

金价上行与产品力提升共振，黄金产品需求向好。据欧睿国际数据，2023 年中国珠宝首饰零售规模同比增长 10.25%至 8413 亿，受益疫后婚嫁等刚性需求的释放，以及居民保值避险需求共振。未来一方面全球风险因素叠加下，预计金价中长期仍稳步上行，有助于强化消费者对于黄金保值增值的印象，并且随着黄金产品设计感的提升，有望进一步拉高对黄金品类的消费偏好。此外，头部品牌通过加盟下沉以及线上拓展，有望持续提升市占率。

深耕黄金品类，全直营强品牌+线上打开成长空间。公司以全直营模式为特点，通过精细化的运营管理，实现提质增效带来高业绩弹性；并在深耕京津冀地区基础上推进跨区域扩张，2023 年华北以外地区收入增长 165.88%。产品端以黄金品类为核心，其中以贵金属投资品为主，充分受益当前金价上行趋势，同时依托灵活的套保政策带来额外投资收益。此外，积极开拓线上渠道打开成长空间，通过差异化产品以及直播等新兴平台布局实现快速破局。

盈利预测与估值：公司作为区域黄金珠宝龙头企业，未来线下渠道将继续加密华北区域强化龙头地位，并稳步推进异地扩张；同时线上积极拓展社媒、直播等流量模式，提供业绩新增量。行业层面，中长期金价稳步上行预期下也有助力拉升黄金珠宝消费，公司的全直营体系以及灵活套保策略，将为公司销售及盈利能力提升带来更为明显的提升弹性。我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 8.18/9.43/10.82 亿元，综合绝对及相对估值，给予公司估值区间为 16.3-18.13 元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：金价大幅波动；黄金珠宝消费不及预期；线上渠道拓展不及预期；行业竞争环境恶化带来价格战、文中盈利预测假设不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,989.87	16,552.22	20,274.94	23,811.43	26,996.37
(+/-%)	5.61%	50.61%	22.49%	17.44%	13.38%
净利润(百万元)	460.13	706.79	817.82	942.58	1082.48
(+/-%)	26.42%	53.61%	15.71%	15.25%	14.84%
每股收益(元)	0.59	0.91	1.05	1.21	1.39
EBIT Margin	5.23%	5.62%	5.16%	5.15%	5.28%
净资产收益率(ROE)	13.50%	18.68%	19.89%	21.00%	21.85%
市盈率(PE)	24.70	16.08	13.89	12.06	10.50
EV/EBITDA	22.57	14.62	14.00	12.38	11.03
市净率(PB)	3.33	3.00	2.76	2.53	2.29

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·深度报告

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

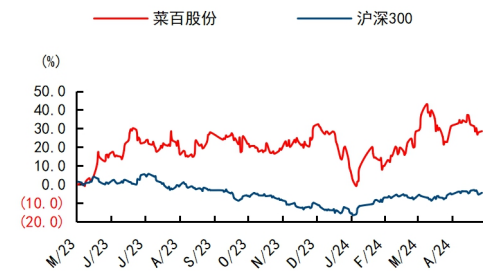
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	16.30 - 18.13 元
收盘价	14.61 元
总市值/流通市值	11363/8571 百万元
52 周最高价/最低价	17.08/10.69 元
近 3 个月日均成交额	69.46 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

《黄金珠宝行业点评-金价稳步上行催化板块行情，两会提案关注黄金珠宝消费税》——2024-03-11

内容目录

公司概况.....	5
公司历史沿革.....	5
公司经营概况.....	5
股权结构及管理层.....	7
财务分析.....	9
行业简析：金价上行与产品力提升共振，黄金产品需求向好.....	11
行业概况：零售规模稳步增长，黄金品类占比进一步提升.....	11
发展驱动：金价走强提振需求，渠道及产品力推动中长期发展.....	11
公司分析：渠道扩张潜力大，金价受益传导顺.....	15
线下渠道全直营强化品牌建设，异地扩张逐步推进.....	15
线上渠道增速快，突破地理限制以打开成长空间.....	17
金价传导较为直接：投资金占比高，灵活的套保政策给予加持.....	18
注重产品力提升：构建自主研发体系，多品牌策略覆盖不同需求.....	19
盈利预测.....	21
假设前提.....	21
未来三年业绩预测.....	23
盈利预测的敏感性分析.....	23
估值与投资建议.....	24
绝对估值：16.96-18.13 元/股.....	24
相对估值：16.30-17.88 元/股.....	25
投资建议.....	26
风险提示.....	27
附表：财务预测与估值.....	29

图表目录

图 1: 菜百股份历史沿革.....	5
图 2: 菜百股份营业收入及增速 (亿元、%)	5
图 3: 菜百股份归母净利润及增速 (亿元、%)	5
图 4: 菜百股份营业收入分产品占比 (%)	6
图 5: 菜百股份营业收入分产品增速 (%)	6
图 6: 菜百股份营业收入分区域占比 (%)	6
图 7: 菜百股份营业收入分区域增速 (%)	6
图 8: 菜百股份营业收入分渠道占比 (%)	7
图 9: 菜百股份营业收入分渠道增速 (%)	7
图 10: 菜百股份股权结构 (截至 2023 年底)	8
图 11: 菜百股份可比公司营业收入规模对比 (亿元)	9
图 12: 菜百股份可比公司营业收入增速对比 (%)	9
图 13: 菜百股份可比公司归母净利润规模对比 (亿元)	9
图 14: 菜百股份可比公司归母净利润增速对比 (%)	9
图 15: 菜百股份可比公司毛利率对比 (%)	10
图 16: 菜百股份可比公司销售费用率对比 (%)	10
图 17: 菜百股份可比公司存货周转率对比.....	10
图 18: 菜百股份可比公司应收账款周转率对比.....	10
图 19: 中国珠宝首饰零售规模 (亿元、%)	11
图 20: 基于不同金属材质的黄金珠宝产品销售占比 (%)	11
图 21: 上金所 au99.99 收盘价 (元/克)	12
图 22: 周大生素金产品占营收比重变化 (%)	12
图 23: 金价变动对于黄金珠宝零售企业的影响.....	12
图 24: 零售商黄金产品库存分类 (按价值)	13
图 25: 不同黄金产品对总体利润的贡献分值排名.....	13
图 26: 金银珠宝网上零售额及增速 (亿元、%)	14
图 27: 世界各国 2023 年珠宝消费线上渠道占比 (%)	14
图 28: 黄金珠宝企业净开店情况 (家)	14
图 29: 中国黄金珠宝行业前五大品牌市占率变化 (%)	14
图 30: 公司北京总店销售额及增速 (亿元、%)	16
图 31: 公司北京总店系列珠宝矿石展览.....	16
图 32: 菜百各电商平台粉丝数量 (万名)	17
图 33: 菜百股份线上销售收入及增速 (亿元、%)	17
图 34: 抖音珠宝配饰大类直播&视频销售额占比趋势变化 (%)	18
图 35: 菜百股份直播渠道布局.....	18
图 36: 菜百股份的黄金租赁业务流程.....	19
图 37: 公司 T+D 业务产生的投资收益/公允价值变动收益.....	19

图 38: 菜百股份产品设计流程.....	20
图 39: 菜百京承百韵系列及古法黄金系列.....	20
表 1: 菜百股份主要管理层及持股情况.....	8
表 2: 不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体差别.....	13
表 3: 中国黄金珠宝企业自营和加盟模式的对比.....	15
表 4: 公司门店数量的区域分布（家）	16
表 5: 菜百股份设计模式.....	19
表 6: 菜百股份旗下品牌介绍.....	20
表 7: 菜百股份营业收入分拆预测.....	22
表 8: 菜百股份未来三年盈利预测（百万元、%）	23
表 9: 菜百股份盈利预测的情景分析（乐观、中性、悲观）	24
表 10: 菜百股份盈利预测假设条件（%）	25
表 11: 资本成本假设.....	25
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	25
表 13: 可比公司 2021-2023 年财务数据对比（%）	26
表 14: 可比公司估值.....	26

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/516004125233010135>