

菜百股份 (605599.SH)

强烈推荐 (维持)

22年业绩逆势稳健增长, 23Q1弹性释放

2022年在外部环境动荡、消费需求萎缩的情况下,公司依然实现了高质量稳定发展,全年营业收入、归母净利润分别为109.9亿元(+5.61%)、4.60亿元(+26.57%)。23Q1黄金首饰消费热情释放,公司业绩增长亮眼,营业收入、归母净利润分别为50.52亿元(+45.62%)、2.35亿元(+30.57%)。公司长期致力于“菜百首饰”品牌建设,销售网络不断拓展,深入推进全渠道布局,当前市值对应23PE16X,维持强烈推荐评级。

□ 22年收入稳健增长, 23Q1受益黄金消费复苏业绩增长亮眼。

1) 2022全年及Q4: 2022年公司营业收入、营业利润、归母净利润、扣非归母净利润分别为109.9亿元(+5.61%)、6.17亿元(+23.19%)、4.60亿元(+26.57%)、4.05亿元(+14.73%)。其中22Q4公司营业收入、营业利润、归母净利润、扣非归母净利润分别为26.64亿元(-21.68%)、1.39亿元(-0.59%)、1.04亿元(+6.21%)、0.82亿元(-6.92%)。

2) 23Q1: 公司营业收入、营业利润、归母净利润、扣非归母净利润分别为50.52亿元(+45.62%)、3.16亿元(+30.58%)、2.35亿元(+30.57%)、2.13亿元(+23.85%)。23年Q1客流恢复、消费复苏,叠加促销政策及节庆消费驱动,黄金产品消费恢复相对明显。

□ 受22年消费萎缩影响,黄金及珠宝首饰收入均有所下降,但投资产品收入增长。渠道来看,线下营销网络持续拓展,电商平台实现双位数增长。

1) 分产品看: 2022年黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品、钻翠珠宝首饰、联营佣金收入分别为39.96亿元(-7.51%)、57.02亿元(+24.00%)、9.37亿元(-10.52%)、2.14亿元(-6.24%)、1.31亿元(-34.99%)。

2) 渠道端,公司持续推进营销网络建设,线上线下联动强化: 线下方面,2022年新开直营连锁门店14家,其中北京市内新开设门店8家,北京以外区域开设门店6家,有望逐步形成异地连锁经营样板。线上渠道也持续加大电商平台运营,公司目前与京东、天猫等9个外部电商平台合作,2022年基于外部电商平台实现营收14.58亿元,整体实现双位数增长。

□ 22年毛利率、净利率、期间费用率基本稳定,费用管控良好。

1) 盈利能力: 2022年公司整体毛利率11.22%(-0.12pct),净利率4.19%(+0.69pct); 23Q1公司实现毛利率11.38%(-1.26pct),净利率4.67%(-0.55pct)。公司盈利能力稳中有升。分产品看,2022年黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品、钻翠珠宝首饰、联营佣金收入毛利率分别为18.29%(+1.76pcts)、2.80%(+1.53pcts)、12.69%(+0.57pct)、43.11%(+9.56pcts)、93.63%(-2.84pcts)。

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 12.56元

基础数据

总股本(万股)	77778
已上市流通股(万股)	58668
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	14.1
资产负债率	40.2%
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	20	42	33
相对表现	22	33	28



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《菜百股份(605599)22年三季报点评: 京津冀疫后复苏释放消费需求, Q3收入业绩超预期》2022-10-28
- 《菜百股份(605599)2022半年报点评: 黄金首饰销售延续高景气, 22H1业绩稳健增长》2022-08-30
- 《菜百股份(605599)一受益黄金消费复苏, 营收大幅提升, 22Q1延续高增长》2022-04-27

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

赵中平 S1090521080001

✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

✉ lixiumin1@cmschina.com.cn

2)费用率: 2022 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.20% (+0.17pct)、0.90% (-0.05pct)、0.09% (+0.01pct)、0.17% (-0.19pct); 23Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.77% (+0.01pct)、0.69% (-0.20pct)、0.06% (+0.01pct)、0.25% (+0.05pct), 费用率整体波动较小。

□ 22 年经营性现金流量净额转正, 周转速度放缓, 23Q1 存货周转率明显提升。

1) 2022 年经营活动现金流净额为 6.07 亿元, 同比转正, 主要系 2022 年销售收入增加、采购有所控制、库存结构优化所致; 23Q1 为 8.52 亿元。2) 2022 年应收账款周转天数 7.06 天 (+1.75 天), 23Q1 为 3.69 天 (-0.05 天)。3) 2022 年存货周转天数为 100.67 天 (+13.91 天), 23Q1 为 53.23 天 (-19.90 天), 一季度存货周转天数下滑预计主要系黄金消费复苏及节假日销售旺季导致。

□ 盈利预测及投资建议。2022 年在外部环境动荡、消费需求萎缩的情况下, 公司依然实现了高质量稳定发展。公司长期致力于“菜百首饰”品牌建设, 品牌形象深入人心, 馆店结合传播首饰文化, 品牌力持续强化; 销售网络不断拓展, 线上线下联合、深入推进全渠道布局; 同时构建自主设计研发体系, 系列产品线落地升级, 产品矩阵更加符合消费者需求, 预计未来经营业绩将保持良好增长。预计公司 2023 年-2025 年净利润规模分别为 6.01 亿元、7.30 亿元、8.48 亿元, 同比增长分别为 31%、21%、16%。23PE16X, 维持强烈推荐评级。

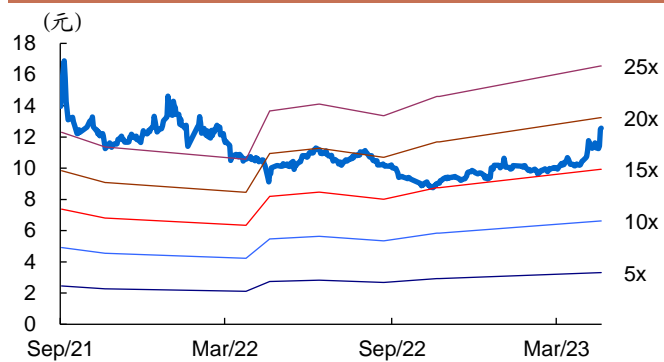
□ 风险提示: 消费复苏不及预期风险, 行业竞争加剧风险, 拓店不及预期风险, 金价波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10406	10990	14127	16715	19484
同比增长	47%	6%	29%	18%	17%
营业利润(百万元)	501	617	812	990	1154
同比增长	1%	23%	32%	22%	17%
归母净利润(百万元)	364	460	601	730	848
同比增长	1%	26%	31%	21%	16%
每股收益(元)	0.47	0.59	0.77	0.94	1.09
PE	26.8	21.2	16.2	13.4	11.5
PB	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3

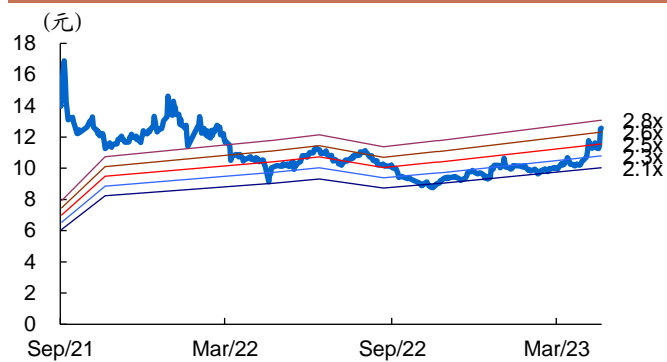
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 莱百股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 莱百股份历史 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4909	5154	5899	6787	7908
现金	1187	1563	1402	1533	1839
交易性投资	408	292	292	292	292
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	178	253	301	357	416
其它应收款	46	42	54	64	75
存货	2740	2716	3481	4106	4778
其他	349	287	369	436	508
非流动资产	313	329	313	300	288
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	168	158	150	143	136
无形资产商誉	9	23	21	19	17
其他	136	148	143	139	135
资产总计	5222	5483	6213	7087	8196
流动负债	1937	2008	2493	3117	3961
短期借款	0	0	0	199	586
应付账款	118	68	88	104	121
预收账款	361	334	430	507	590
其他	1458	1605	1975	2307	2665
长期负债	64	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他	64	65	65	65	65
负债合计	2001	2073	2558	3182	4026
股本	778	778	778	778	778
资本公积金	832	832	832	832	832
留存收益	1599	1798	2042	2290	2555
少数股东权益	12	2	3	5	6
归属于母公司所有者权益	3209	3407	3651	3900	4164
负债及权益合计	5222	5483	6213	7087	8196

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(404)	607	173	354	462
净利润	364	461	602	731	850
折旧摊销	35	38	25	23	21
财务费用	20	16	(11)	(6)	10
投资收益	(12)	(14)	(61)	(61)	(61)
营运资金变动	(806)	106	(388)	(339)	(364)
其它	(5)	(1)	5	5	6
投资活动现金流	184	73	53	53	53
资本支出	(37)	(48)	(8)	(8)	(8)
其他投资	221	121	61	61	61
筹资活动现金流	671	(352)	(387)	(276)	(208)
借款变动	(62)	(34)	(40)	199	386
普通股增加	78	0	0	0	0
资本公积增加	645	0	0	0	0
股利分配	0	(280)	(358)	(481)	(584)
其他	10	(39)	11	6	(10)
现金净增加额	450	327	(161)	131	307

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10406	10990	14127	16715	19484
营业成本	9226	9757	12541	14791	17214
营业税金及附加	211	197	253	300	349
营业费用	315	351	452	535	623
管理费用	98	100	128	151	176
研发费用	9	10	13	15	17
财务费用	38	18	(11)	(6)	10
资产减值损失	(19)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	7	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	8	7	7	7	7
投资收益	(5)	54	54	54	54
营业利润	501	617	812	990	1154
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	501	617	812	990	1154
所得税	136	156	210	259	305
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属于母公司净利润	364	460	601	730	848

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	47%	6%	29%	18%	17%
营业利润	1%	23%	32%	22%	17%
归母净利润	1%	26%	31%	21%	16%
获利能力					
毛利率	11.3%	11.2%	11.2%	11.5%	11.6%
净利率	3.5%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%
ROE	13.6%	13.9%	17.0%	19.3%	21.0%
ROIC	14.5%	13.7%	16.3%	18.4%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	38.3%	37.8%	41.2%	44.9%	49.1%
净负债比率	0.8%	0.7%	0.0%	2.8%	7.1%
流动比率	2.5	2.6	2.4	2.2	2.0
速动比率	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.3	2.1	2.4	2.5	2.5
存货周转率	4.1	3.6	4.0	3.9	3.9
应收账款周转率	67.8	51.0	51.0	50.8	50.5
应付账款周转率	86.9	104.7	160.4	154.3	153.4
每股资料(元)					
EPS	0.47	0.59	0.77	0.94	1.09
每股经营净现金	-0.52	0.78	0.22	0.45	0.59
每股净资产	4.13	4.38	4.69	5.01	5.35
每股股利	0.36	0.46	0.62	0.75	0.87
估值比率					
PE	26.8	21.2	16.2	13.4	11.5
PB	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	19.7	16.7	13.2	10.9	9.2

资料来源：公司数据、招商证券

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。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。