

研究所
 证券分析师： 芦冠宇 S0350521110002
 luyg@ghzq.com.cn
 联系人： 周钰筠 S0350121110018
 zhouyujun02@ghzq.com.cn

贵金属投资产品高增，2023Q1 业绩超市场预期

——菜百股份(605599) 2022 年年报&2023 年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
菜百股份	21.4%	21.4%	27.7%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据

市场数据	2023/04/28
当前价格(元)	12.33
52 周价格区间(元)	8.56-12.74
总市值(百万)	9,590.00
流通市值(百万)	7,233.74
总股本(万股)	77,777.78
流通股本(万股)	58,667.78
日均成交额(百万)	127.97
近一月换手(%)	1.28

事件：

菜百股份发布 2022 年年度报告&2023 年一季度报：2022 全年，实现营收 109.90 亿元/同比+5.61%；归母净利润 4.60 亿元/同比+26.57%；扣非归母净利润 4.05 亿元/同比+14.73%。2023Q1，实现营收 50.52 亿元/同比+45.62%；归母净利润 2.35 亿元/同比+30.57%；扣非归母净利润 2.13 亿元/同比+23.85%，一季度业绩超市场预期。

投资要点：

- **金价上涨驱动贵金属投资产品高增，一季度业绩超市场预期。**受国际经济预期等不确定性因素的综合影响，投资保值需求提升，金价持续爬升促使贵金属投资产品更受市场青睐，产品营收高增；而其他产品的消费需求则出现一定萎缩，营收均有所下降。2022 年，上金所黄金现货价同比提升 4.53%。公司黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品、钻翠珠宝饰品营业收入分别同比 -7.51%/+24%/-10.52%/-6.24%。2023Q1，金价上涨趋势不改，上金所黄金现货价自 410 元持续提升至 450 元，贵金属投资产品表现依旧强劲。在金价的拉动下，非经常性的投资收益有所提升，一定程度增厚业绩。2022/2023Q1，黄金租赁与黄金 T+D 业务导致的投资收益分别为 4006.43/2500.78 万元。
- **华北区域贡献主要营收，线上渠道高速增长。**公司线下门店主要分布在以京津冀为代表的华北地区，2022 年华北地区营收 101.93 亿元/同比+2.92%，收入占比 92.75%/同比-2.43pct。华北地区以外的收入主要来自电商渠道，全年表现亮眼。2022 年线上销售 14.71 亿元/同比+34.39%，占收比 13.39%/同比+2.87pct。其中，公司自建线上平台“菜百首饰官方商城”营收 0.13 亿元/同比+31.12%，外部电商平台营收为 14.58 亿元/同比+34.42%。
- **深耕京津冀市场，直营店“以点带面”发展各区域，2023 年开店有望加速。**公司坚持全直营战略，以北京为基础不断发散探索京外区域市场，持续优化异地连锁经营样板。2022 年公司直营门店共 70 家/同比+20.69%，新开直营门店 14 家/同比-17.65%。从门店布局看，公司持续加密京内门店布局，京内新开门店 8 家，京外新开门店 6 家，深耕京津冀打开知名度，异地连锁扩张全国版图。2023 年

市场回暖，公司将继续加密京津冀门店布局，积极开发华北以外市场，增强区域性联动效应，开店速度有望提高。

- **多品牌战略布局。**2023 年公司加大对专注古法金品类的“菜百传世”和专注钻石镶嵌品类的“菜百悦时光”两个子品牌的培育力度，依托总店客流，扩大子品牌知名度。
- **投资性产品占比提升导致毛利率下滑，全年费用率基本稳定。**高毛利产品占收比下降导致毛利下滑。2022 年全年毛利率 11.22%/同比-0.12pct，黄金饰品、贵金属文化产品、钻翠珠宝饰品毛利率分别为 18.29%/12.69%/43.11%，收入占比分别同比下降 5.16%/1.54%/0.25pct；而毛利率较低（2.80%）的贵金属投资产品收入占比则同比增长 7.7pct。2023Q1 毛利率 11.38%/同比-1.26pct，投资性产品的强势表现仍延续。2022 年全年费用率基本稳定，期间费用率 4.36%/同比-0.05pct。其中，销售费用率 3.20%/同比+0.17pct，主要系新开门店租金、人员费用等运营成本增加所致。管理费用率 0.91%/同比-0.04pct，研发费用率 0.09%/同比+0.01pct，财务费用率 0.17%/同比-0.19pct。
- **盈利预测和投资评级：**菜百股份作为华北珠宝龙头，深耕黄金产品多年，其北京总店为业内规模领先的单体零售门店，为消费者提供“一站式”购物体验，品牌知名度高。公司坚持全直营策略，门店质量优越，随着开店水平逐步回升，未来成长可期。预计 2023-2025 年实现营业收入 166.56/191.44/211.56 亿元，同比增长 52%/15%/11%，归母净利润 6.44/7.41/8.26 亿元，同比增长 40%/15%/12%，对应 PE 为 14.90/12.95/11.61x，首次覆盖，给予“增持”评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10990	16656	19144	21156
增长率（%）	6	52	15	11
归母净利润（百万元）	460	644	741	826
增长率（%）	27	40	15	12
摊薄每股收益（元）	0.59	0.83	0.95	1.06
ROE（%）	14	16	15	15
P/E	17.25	14.90	12.95	11.61
P/B	2.32	2.37	2.00	1.71
P/S	0.72	0.58	0.50	0.45
EV/EBITDA	9.66	9.95	6.43	7.05

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：菜百股份盈利预测表

证券代码:	605599		股价:	12.33	投资评级:	增持	日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	14%	16%	15%	15%	EPS	0.59	0.83	0.95	1.06
毛利率	11%	11%	11%	11%	BVPS	4.38	5.21	6.16	7.22
期间费率	4%	4%	4%	4%	估值				
销售净利率	4%	4%	4%	4%	P/E	17.25	14.90	12.95	11.61
成长能力					P/B	2.32	2.37	2.00	1.71
收入增长率	6%	52%	15%	11%	P/S	0.72	0.58	0.50	0.45
利润增长率	27%	40%	15%	12%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	2.00	2.40	2.48	2.34	营业收入	10990	16656	19144	21156
应收账款周转率	43.45	49.79	56.97	51.78	营业成本	9757	14779	17000	18806
存货周转率	4.05	3.00	4.84	3.22	营业税金及附加	197	299	343	379
偿债能力					销售费用	351	502	567	608
资产负债率	38%	42%	38%	38%	管理费用	100	167	191	212
流动比	2.57	2.35	2.58	2.59	财务费用	18	56	55	56
速动比	1.07	0.27	1.10	0.57	其他费用/(-收入)	10	17	21	25
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	617	863	992	1107
现金及现金等价物	1855	274	2766	1320	营业外净收支	0	0	0	0
应收款项	253	335	336	409	利润总额	617	863	993	1107
存货净额	2716	5553	3956	6563	所得税费用	156	218	251	280
其他流动资产	329	446	353	447	净利润	461	645	742	828
流动资产合计	5154	6608	7410	8739	少数股东损益	1	1	1	1
固定资产	158	148	136	124	归属于母公司净利润	460	644	741	826
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	171	179	188	196	经营活动现金流	607	-1678	2394	-1552
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	460	644	741	826
资产总计	5483	6934	7734	9059	少数股东权益	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	83	62	63	63
应付款项	68	336	129	386	公允价值变动	-1	-5	-4	-3
预收帐款	2	4	4	5	营运资金变动	61	-2368	1606	-2414
其他流动负债	1937	2475	2739	2979	投资活动现金流	73	28	31	40
流动负债合计	2008	2815	2873	3370	资本支出	-48	-30	-30	-30
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-10	39	40	41
其他长期负债	65	65	65	65	其他	131	19	21	29
长期负债合计	65	65	65	65	筹资活动现金流	-352	130	130	130
负债合计	2073	2880	2938	3435	债务融资	0	132	132	132
股本	778	778	778	778	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3410	4055	4797	5624	其它	-352	-2	-2	-2
负债和股东权益总计	5483	6934	7734	9059	现金净增加额	327	-1520	2555	-1382

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

【分析师承诺】

芦冠宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。