

# 黄金珠宝行业景气度延续， 全直营深耕北京业绩高弹性

## 核心观点

消费复苏中高端消费与大众消费均较优，具体品类来看，金银珠宝等小额消费恢复速度更快。过去三年间部分婚嫁需求在 2023Q1 迎来填补增长，黄金首饰类产品作为婚恋的刚需消费，伴随着婚庆市场的恢复迎来复苏。Q1 国内黄金出库量高于消费量，零售商积极补货，预计黄金珠宝消费仍将维持较高增长。菜百股份为深耕北京的黄金珠宝区域龙头，总店经济效应明显，占据北京地区优势点位，公司华北地区收入体量位于行业前列，门店全部为直营，利润弹性更大，未来域外扩张带来新增量。

## 内容概要

### 消费复苏中高端消费与大众消费均较为领先

世界范围来看，高收入群体消费水平更加稳定，不易受到宏观经济波动冲击，物理限制减少后消费可以快速恢复，尤其是对可选品类、奢侈品类消费；大众群体对于宏观经济波动更为敏感，消费信心和收入水平恢复速度较慢，对于必需品类更加追求性价比消费。具体品类来看，小额消费恢复速度更快，金银珠宝、服装、化妆品等小额消费同比增速好于家具、家电等大额消费。

### 婚宴等消费场景修复，黄金珠宝消费快速复苏，景气度仍将延续

过去三年积压的婚嫁等需求在今年迎来填补增长，黄金首饰类产品作为婚恋的刚需消费，伴随着婚庆市场的恢复迎来复苏。2023 年 3 月黄金珠宝社会零售额同比高增 37.40%，远超社零所有细分行业。黄金产品的避险和保值增值功能凸显，因此终端消费者更加偏好黄金珠宝产品。Q1 黄金出库量高于消费量，零售商积极补货，预计黄金珠宝消费仍将维持较高增长。三、四季度黄金消费迎来旺季，积压需求进一步释放。

### 菜百股份为深耕北京的黄金珠宝龙头，全直营利润弹性更大

公司较早转型为珠宝零售企业，抢先占据北京地区优势点位，线下门店大多位于热门商圈黄金地段或未来潜力增长区域，形成密集式网络布局优势。公司华北地区收入体量位于行业前列，收入增速较快，华北区域龙头地位不断稳固。

公司采用全直营方式深耕北京地区，快速复苏期利润弹性更大。2022 年行业经营压力整体较大，部分头部企业业绩下滑，然而公司依然实现逆势增长。23Q1 数据显示，复苏期中公司业绩弹性也明显好于其他公司。

**投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.64/6.27/7.13 亿元，对应 PE 分别为 17X/15X/13X，首次覆盖给予增持评级。

## 菜百股份 (605599.SH)

首次评级

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2023 年 05 月 05 日

当前股价：12.33 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
20.29/18.08	21.36/19.57	23.67/11.33
12 月最高/最低价 (元)		12.56/8.75
总股本 (万股)		77,777.78
流通 A 股 (万股)		58,667.78
总市值 (亿元)		95.90
流通市值 (亿元)		72.34
近 3 月日均成交量 (万)		524.78
主要股东		
北京金正资产投资经营有限公司		24.57%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

投资要件 .....	1
关键假设 .....	1
我们的观点 .....	1
股价上涨的催化因素 .....	1
投资风险 .....	1
一、菜百股份：北京黄金珠宝龙头 .....	2
（一）北京地区黄金珠宝龙头企业 .....	2
（二）背靠优质国企，股权结构清晰 .....	3
（三）员工持股激发动能 .....	4
二、黄金珠宝消费快速修复，积压需求仍未释放完毕 .....	5
（一）消费复苏节奏不同，高端及大众表现领先 .....	5
（二）居民消费场景修复，积压需求加速释放 .....	6
（三）消费偏好发生变化，黄金偏爱趋势延伸 .....	9
三、菜百股份：全直营深耕北京市场，外地扩张为潜在增量 .....	10
（一）占据北京优势点位，收入体量行业前列 .....	10
（二）全直营经营杠杆高，总店规模效应明显 .....	11
（三）黄金饰品质优价廉，品牌形象深入人心 .....	14
四、财务分析：逆势增长，强势复苏 .....	16
投资评价和建议 .....	19
风险分析 .....	20
报表预测 .....	21

## 图目录

图 1:华北地区营业收入占比大（亿元） .....	2
图 2:公司各产品占比（%） .....	2
图 3:华北为公司最主要收入来源（%） .....	2
图 4:菜百股份股权结构图 .....	4
图 5:LV 分地区收入占比，亚洲地区最高（%） .....	5
图 6:LV 整体与亚洲地区收入增速，亚洲地区快速恢复（%） .....	5
图 7:优衣库销售增速（%） .....	5
图 8:不同品类社零增速表明小额消费恢复好于大额消费（%） .....	6
图 9:整体社零同比增速（%） .....	6
图 10:金银珠宝社零同比增速（%） .....	6
图 11:中国黄金消费量（吨） .....	7
图 12:23Q1 黄金出库量大幅增加（吨） .....	7
图 13:中国上海金交所黄金出库量与中国黄金消费总量（吨） .....	8

图 14:黄金价格（美元/盎司） .....	8
图 15:部分珠宝公司黄金产品占比持续提升（%） .....	9
图 16:周大福黄金产品占比持续提升（%） .....	9
图 17:菜百首饰北京门店位置（红点及数字标点均为菜百首饰门店位置） .....	10
图 18:珠宝企业华北地区收入（亿元） .....	11
图 19:珠宝企业华北地区收入增速（%） .....	11
图 20:部分珠宝公司直营门店数量 .....	11
图 21:珠宝企业直营门店占比 .....	12
图 22:部分珠宝公司营业收入增速对比（%） .....	12
图 23:部分珠宝公司归母净利润增速对比（%） .....	12
图 24:华北地区毛利率显著高于其他地区（%） .....	13
图 25:公司北京总店收入与占比（亿元，%） .....	13
图 26:公司分地区门店数量 .....	13
图 27:公司分地区同店销售增长率（%） .....	13
图 28:公司电商收入及占营收比重（亿元，%） .....	14
图 29:电商渠道收入占比逐年提升（%） .....	14
图 30:菜百首饰与北京地标联名 .....	14
图 31:北京菜百黄金珠宝博物馆吸引消费者打卡 .....	14
图 32:菜百黄金价格低于其他品牌（元/克） .....	15
图 33:公司营业收入（亿元，%） .....	16
图 34:公司利润情况（亿元，%） .....	16
图 35:公司不同地区收入增速，西北地区最高（%） .....	16
图 36:公司利润率（%） .....	17
图 37:公司分品类毛利率（%） .....	17
图 38:公司销售费率和管理费率环比下降（%） .....	17
图 39:公司现金流情况（亿元） .....	18
图 40:公司应收账款与应付账款（亿元） .....	18

## 表目录

表 1:公司产品矩阵 .....	3
表 2:员工持股比例情况 .....	4
表 3:公司分渠道收入拆分（万元，%） .....	19

## 投资要件

### 关键假设

**1、看好黄金信用扩张。**美元的加息和回流导致全球贸易和信用体系的波动，因而人民币和黄金资产的信用扩张有助于稳定全球经济形势，因而看好以美元标价的金价稳中上涨。

**2、积压的婚庆等需求仍将稳步释放。**积压的婚礼需求、出行需求于五一小长假前后集中释放，二季度黄金珠宝消费增速或暂时放缓，十一小长假以及元旦假期等仍为重要消费场景，黄金珠宝消费全年仍将稳步释放。

### 我们的观点

关注加盟门店快速扩张的同时需要关注全直营门店带来的较高利润弹性。由于黄金珠宝单店备货对于现金流压力较大，因此加盟为迅速抢占市场份额的方式，门店数量快速增长带来市占率提升。我们同时关注区域内优势龙头菜百股份，公司较早占据了北京优势点位，采用全直营方式稳健扩张，总店为自有物业经济效应明显，利润弹性更大，Q1 业绩已经充分证实，由于背靠北京大消费市场，公司有望充分受益于黄金珠宝复苏的大  $\beta$  行情。

### 股价上涨的催化因素

**1、黄金珠宝消费保持较高增速。**3 月黄金珠宝社零增速超越所有细分行业提升市场关注度，如果后续月度社零仍然保持较高增速，那么表明黄金珠宝消费景气度延续。

**2、北京地区消费恢复速度快于平均水平。**北京地区高收入群体更加集中，如果北京地区的珠宝等可选消费增速好于全国水平，那么深耕北京的菜百股份业绩受益。

### 投资风险

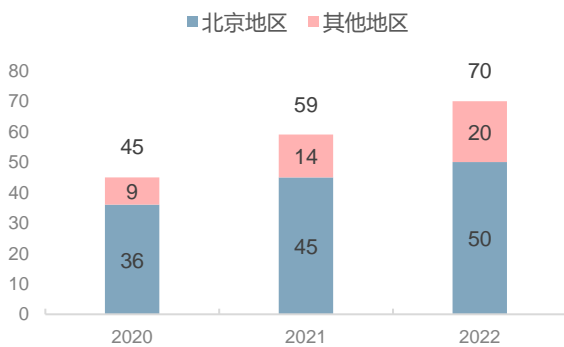
**1、黄金价格波动风险。**近来国际贸易摩擦和争端增加，美联储加息和银行倒闭等事件影响黄金价格，黄金价格大幅波动给国内贵金属珠宝首饰消费带来不确定性。**2、行业竞争加剧的风险。**行业竞争加剧带来盈利能力下降，由于珠宝消费需求快速恢复，主要珠宝品牌可能加大门店扩张力度抢占市场份额，如果竞争进一步加剧，行业整体盈利水平可能下降。**3、经营区域集中的风险。**公司目前的销售区域主要集中于以北京市为核心的华北地区，且公司北京总店的销售占比较高。如果华北地区经济环境、居民收入等发生重大不利变化，或区域珠宝行业竞争加剧，将对公司经营产生不利影响。

## 一、菜百股份：北京黄金珠宝龙头

### （一）北京地区黄金珠宝龙头企业

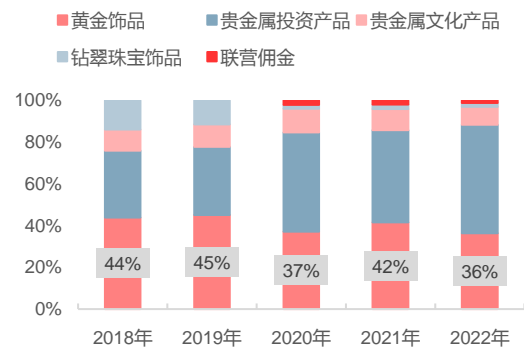
公司为北京地区黄金珠宝区域龙头。菜百股份为珠宝零售企业，截至 2022 年末共拥有 70 家门店，主要集中在北京地区，如果以收入计量，华北地区收入占比在 90% 以上，近年来公司开始开拓其他地区，华北地区收入占比下降。公司于北京拥有一家经营面积达到 8800 平方米的自有物业门店，占公司营收比重在 60% 以上。产品角度，公司主要产品为黄金品类，钻石珠宝类产品占比较小，黄金品类中首饰类产品占公司营收的 40% 左右，投资类产品占比较高，超过 50%。

图 1:华北地区营业收入占比大（亿元）



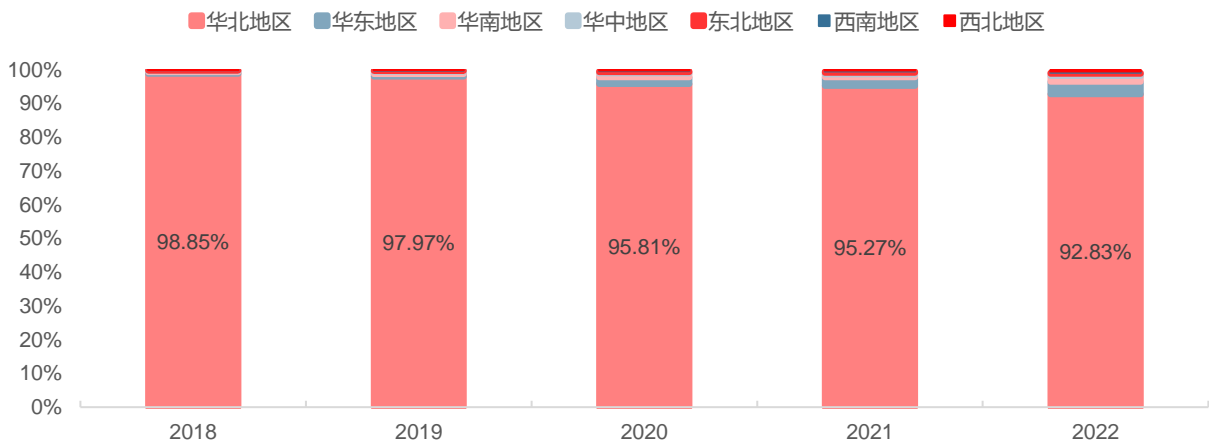
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2:公司各产品占比（%）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 3:华北为公司最主要收入来源（%）



数据来源：公司公告，中信建投证券

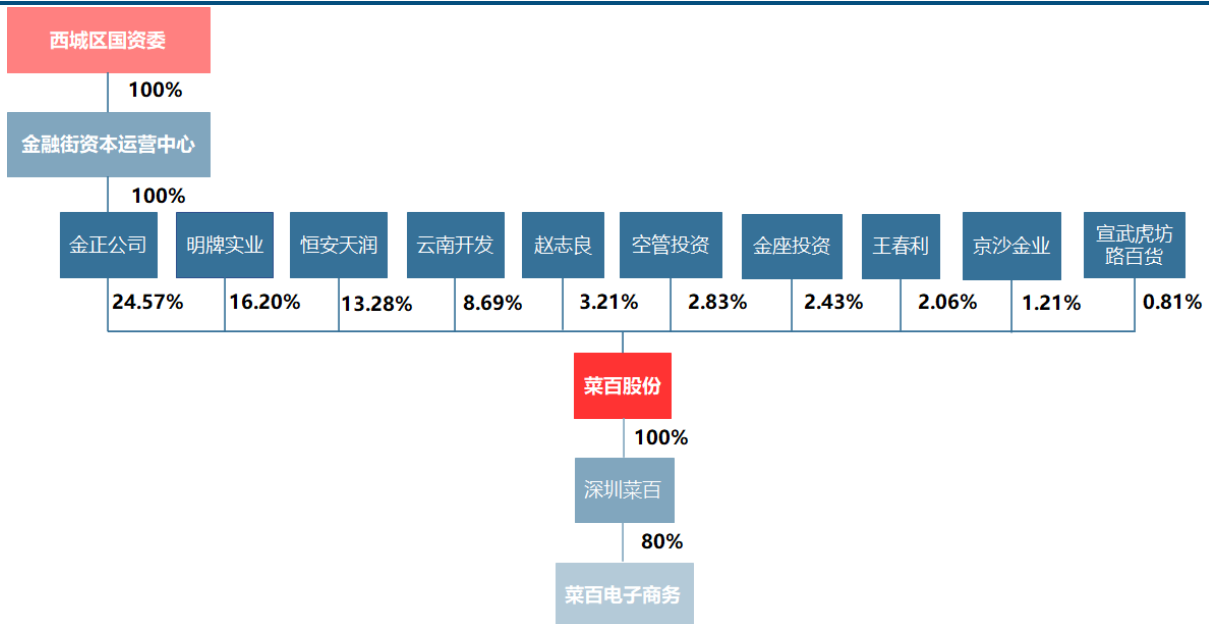
**表 1:公司产品矩阵**

产品类别	产品描述	产品展示
黄金饰品	主要以黄金原料制成的首饰，包括手镯、戒指、项链、耳环、挂坠、手链等	
贵金属文化产品	以黄金、白银为原料制成的工艺摆件、熊猫金银币等产品，及故宫、颐和园 等文化 IP 产品	
贵金属投资产品	以黄金为原料加工制成的不同规格、品类和图案的金条产品	
钻石珠宝	主要原料为钻石、翡翠、白玉、铂金、珠宝、K 金白银、珍珠等的珠宝首饰包括手镯、戒指、项链、挂坠、耳环、手链等	

资料来源：公司公告，中信建投证券

## （二）背靠优质国企，股权结构清晰

实际控制人为北京西城区国资委，股权结构清晰。公司优质国企背景近年来吸引多方战投，截至 2023 年第一季度末，公司的前三大股东分别为金正公司、明牌实业、恒安天润，持股比例分别为 24.57%、16.20%、13.28%。公司旗下设有一级控股子公司深圳菜百以及二级控股子公司北京菜百电子商务，其中深圳菜百主营业务为供应链管理，利用深圳地理位置优势聚集多方供应商；菜百电子商务负责打造线上珠宝销售平台，落实公司电商渠道发展策略。

**图 4:菜百股份股权结构图**


数据来源：公司公告，中信建投证券

### （三）员工持股激发动能

公司管理层经验丰富，员工持股提升积极性。管理团队经验丰富、能力互补，充分保障公司经营策略与发展战略的贯彻落实，高管成员大多拥有珠宝首饰及投资管理复合背景，专业知识与业务能力兼备，履历丰富，有利于公司加速产品升级，实现可持续性发展。公司股权激励政策使得高管持有公司股份，可充分调动和保障员工积极性。

**表 2:员工持股比例情况**

姓名	任职	直接持股数（万股）	持股比例
赵志良	董事长	2499.5944	3.5708%
王春利	董事、总经理	1600.4546	2.2864%
陈捷	董事、副总经理、工会主席	154.1173	0.2202%
申俊峰	监事、连锁经营部主任	40.0782	0.0573%
付颖	监事、党办副主任	36.4764	0.0521%
关强	常务副总经理、财务总监	217.7537	0.3111%
谢华萍	副总经理	128.6628	0.1838%
宁才刚	副总经理	128.6628	0.1838%
时磊	副总经理、工会副主席	128.5328	0.1836%
李运祉	副总经理、董事会秘书	20.5398	0.0293%
高玉玲	申俊峰的配偶	23.2528	0.0332%
陈双	宁才刚的配偶	3.5039	0.0050%

资料来源：公司公告，中信建投证券

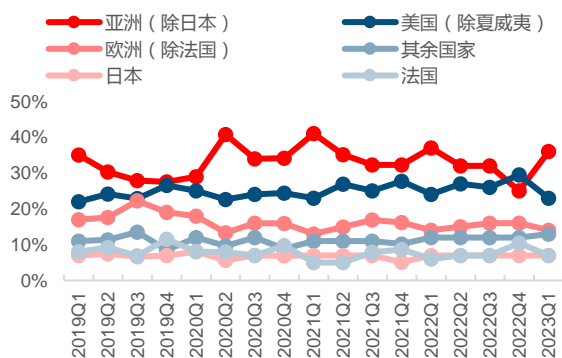


## 二、黄金珠宝消费快速修复，积压需求仍未释放完毕

### （一）消费复苏节奏不同，高端及大众表现领先

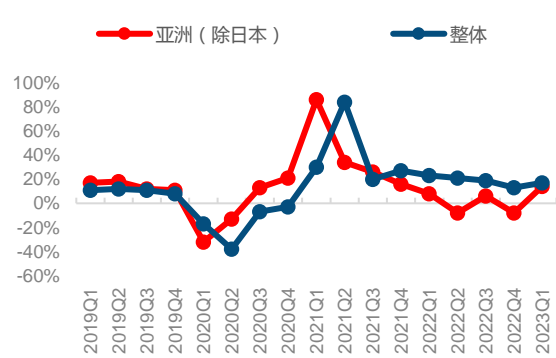
**高端消费与性价比消费速度更快。**世界范围来看，高收入群体较其他群体更不容易受到宏观经济波动冲击，因此消费水平更加稳定，消费的物理限制减少后消费可以快速恢复，尤其是对可选品类、奢侈品类的消费；大众群体对于宏观经济波动更为敏感，收入水平恢复速度较慢，消费信心需要较长时间才可以完全恢复，对于必需品类更加追求性价比消费。因此，消费复苏速度存在一定差异，高端消费和性价比消费恢复速度较快。我们看到，高端消费的代表 LV 和性价比消费的代表优衣库业绩恢复均较好。

图 5:LV 分地区收入占比，亚洲地区最高 (%)



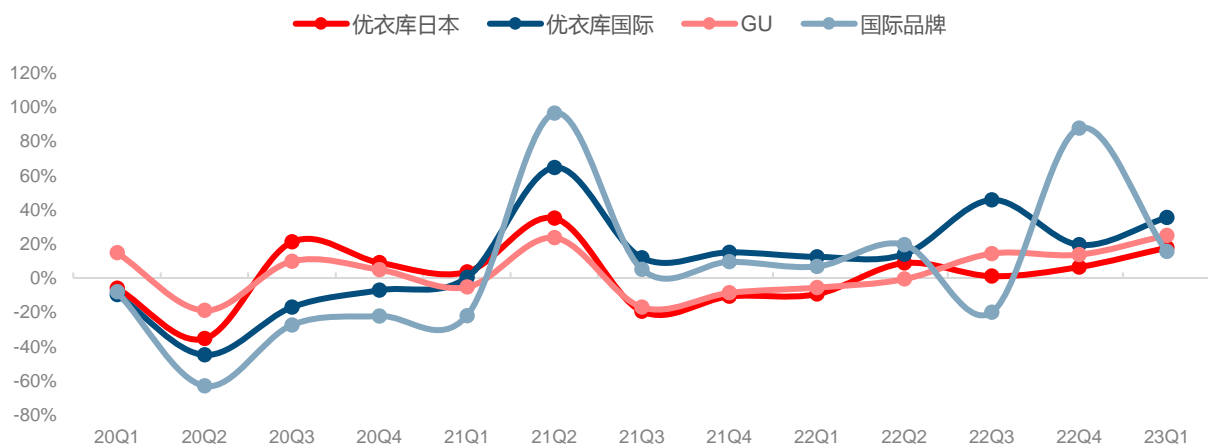
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 6:LV 整体与亚洲地区收入增速, 亚洲地区快速恢复 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 7:优衣库销售增速 (%)



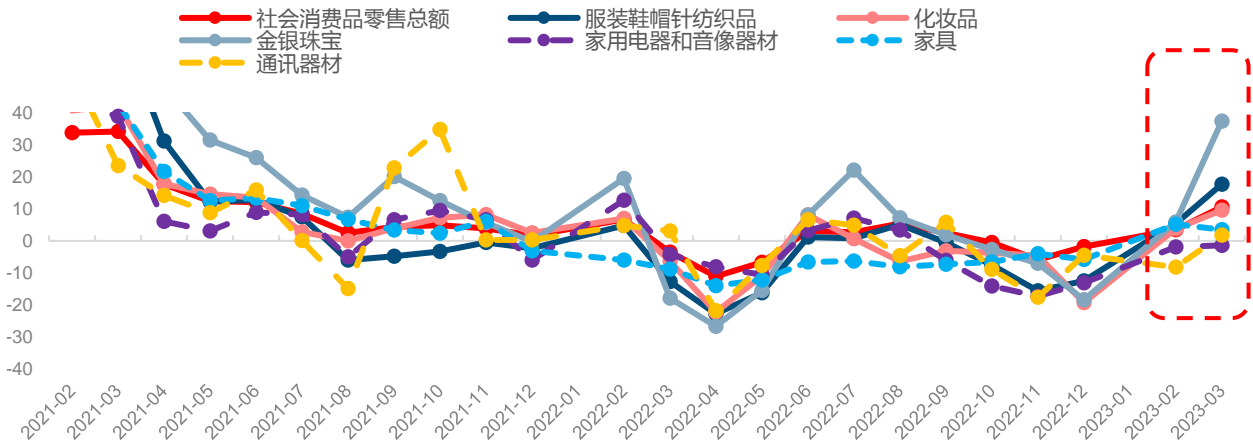
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

具体品类中，**小额消费恢复速度更快。**2023 年 3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%，如果扣除汽车后社零整体增速为 10.5%，消费整体已经步入复苏，但消费复苏呈现结构性差异，金银珠宝、服装、化妆品等小额



消费同比增速好于家具、家电等大额消费。

图 8:不同品类社零增速表明小额消费恢复好于大额消费 (%)



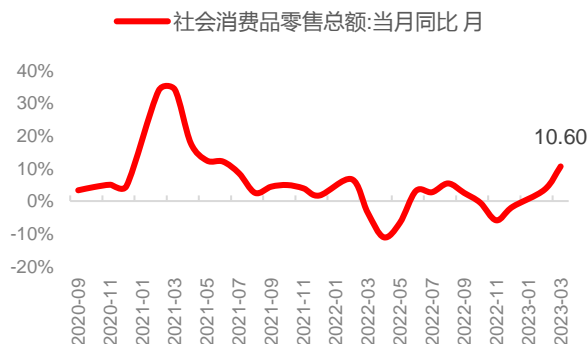
数据来源: Wind, 中信建投证券

## (二) 居民消费场景修复, 积压需求加速释放

**婚宴等消费场景修复, 黄金珠宝消费快速修复。**过去三年间部分婚嫁需求在今年迎来填补增长, 黄金首饰类产品作为婚恋的刚需消费, 伴随着婚庆市场的恢复迎来复苏。2023年3月黄金珠宝社会零售额同比高增37.40%, 远超社零所有细分行业。

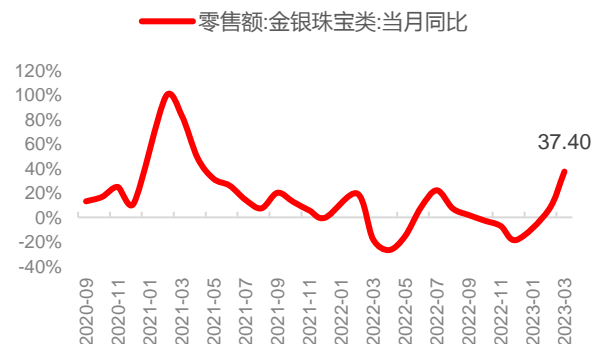
2023年一季度, 全国黄金消费量 291.58 吨, 同比增长 12.03%, 其中: 黄金首饰 189.61 吨, 同比增长 12.29%; 金条及金币 83.87 吨, 同比增长 20.47%; 工业及其他用金 18.10 吨, 同比下降 16.90%。消费意愿回升, 收入增速环比改善, 积压的消费需求释放, 黄金珠宝需求维持高增长。

图 9:整体社零同比增速 (%)



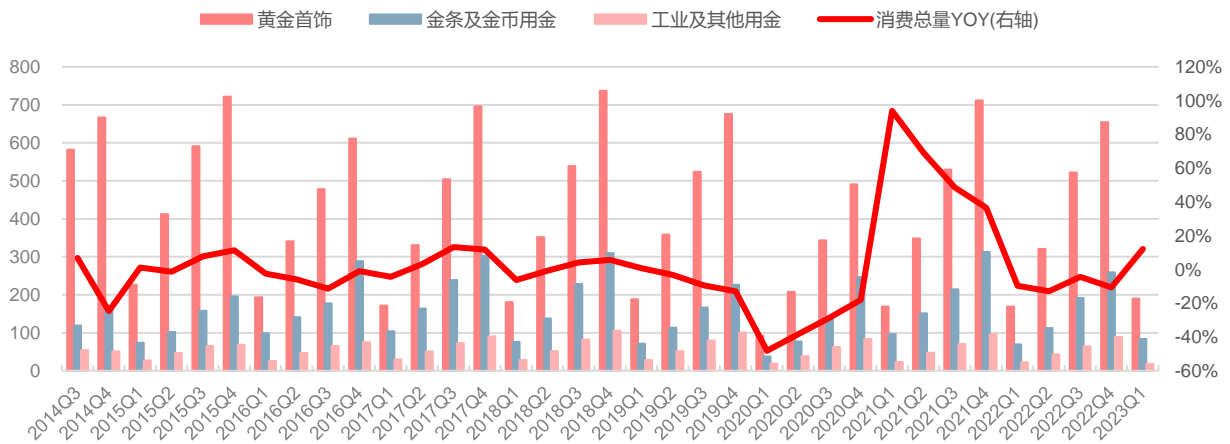
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 10:金银珠宝社零同比增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

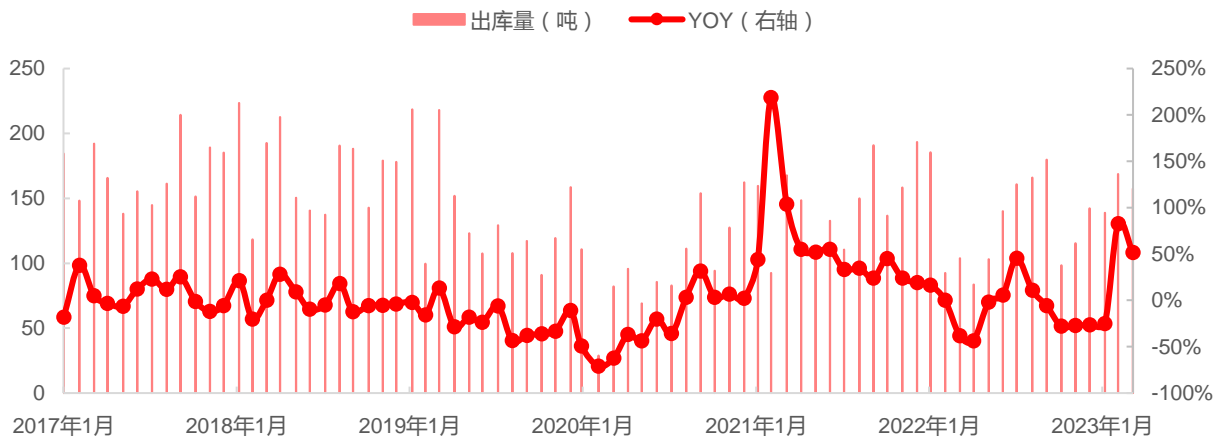
图 11:中国黄金消费量（吨）



数据来源: Wind, 中信建投证券

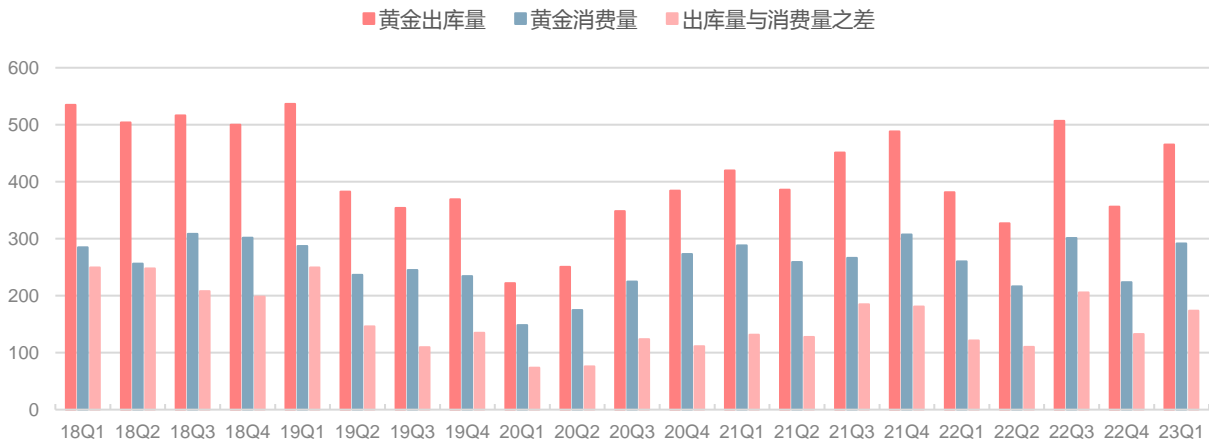
**Q1 黄金出库量高于消费量，零售商积极补货，预计黄金珠宝消费仍将维持较高增长。** Q1 黄金出库量 464.99 吨，考虑到 22Q3 黄金高出库量以及之后 22Q3-22Q4 的消费疲弱产生了高库存，在此基础上的高出库量充分表明零售商看好后续黄金零售产品的恢复。黄金珠宝消费快速复苏，三、四季度黄金消费迎来旺季，将进一步刺激积压需求的释放。

图 12:23Q1 黄金出库量大幅增加（吨）



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 13:中国上海金交所黄金出库量与中国黄金消费总量（吨）



数据来源: Wind, 中信建投证券

金价波动上行，全年仍有上行预期，对于珠宝零售并无过多压制效应。2023 年 2 月黄金价格在上行趋势中短暂回调，适逢筹备小长假婚庆，在一定程度上刺激了黄金珠宝消费。此后，由于美联储加息预期放缓以及银行风险事件带来避险情绪升温，3 月开始金价爬升，于 4 月中旬达到高点。到达高点后金价有所回调，由于市场判断美联储接近加息尾声，同时对于美国衰退预期升温，因此整体预期金价全年维持上行周期。但我们认为，另一层原因在于美元的急速加息造成了全球美元回流和信用收缩，各国开始逐步接受采用人民币的贸易体系和扩充黄金储备应对，这就使得人民币和黄金资产信用扩张，填补美元留下的流动性缺口。因而黄金需求的持续增加也会对金价带来有效托底。

十一小长假为积压婚庆需求的今年第二波集中释放，小长假前期黄金珠宝零售销量有望仍然高增长，金价对于珠宝零售层面并无压制效应。

图 14:黄金价格（美元/盎司）

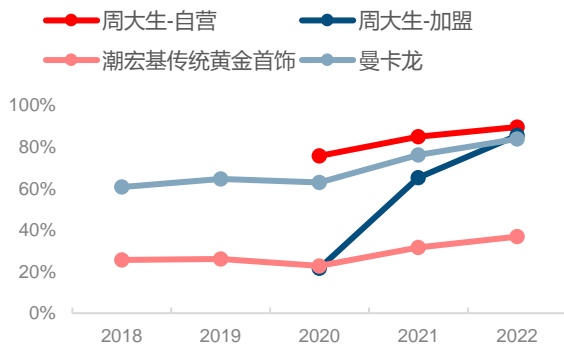


数据来源: Wind, 中信建投证券

### （三）消费偏好发生变化，黄金偏爱趋势延伸

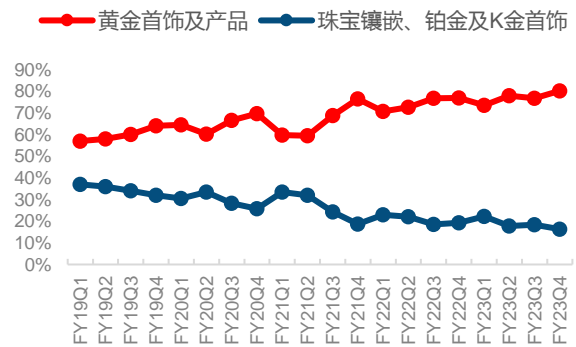
消费者对于黄金产品的偏好持续提升。2018-2019 年黄金产品和钻石产品相对稳定，2020 年开始，由于世界经济动荡以及多个外生事件冲击，黄金产品的避险和保值增值功能凸显，因此终端消费者更加偏好黄金珠宝产品。从黄金珠宝行业 23Q1 业绩表现来看，以黄金品类为主的公司业绩增长好于以镶嵌品类为主的公司。

图 15:部分珠宝公司黄金产品占比持续提升 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 16:周大福黄金产品占比持续提升 (%)



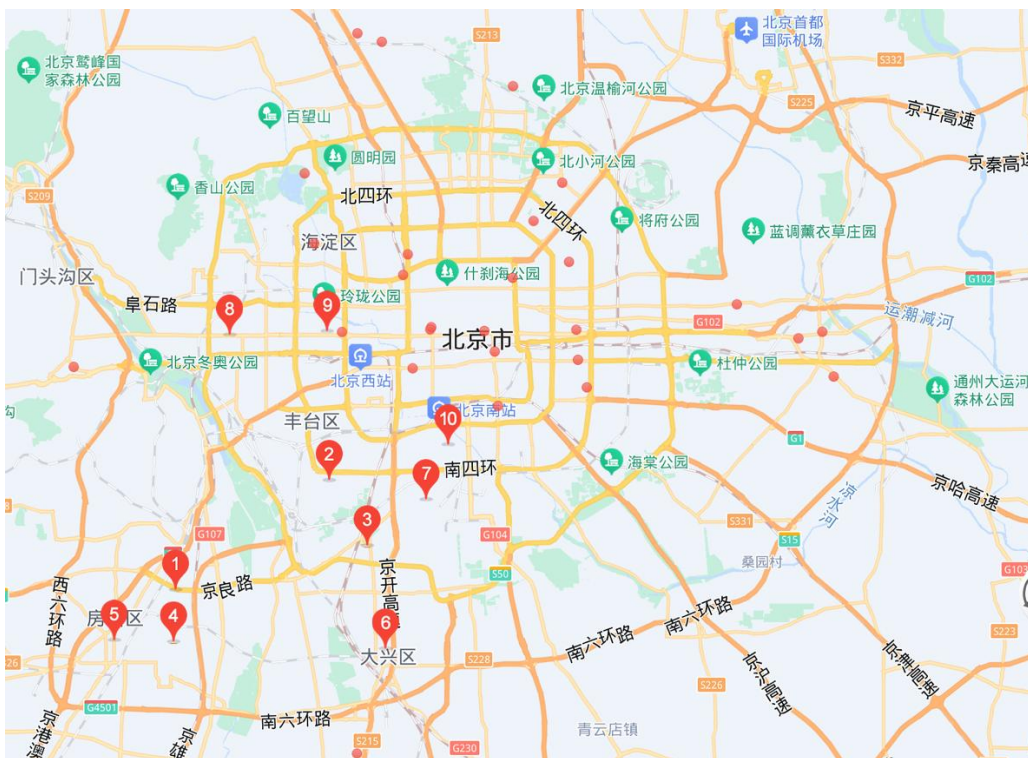
数据来源：公司公告，中信建投证券

### 三、菜百股份：全直营深耕北京市场，外地扩张为潜在增量

#### （一）占据北京优势点位，收入体量行业前列

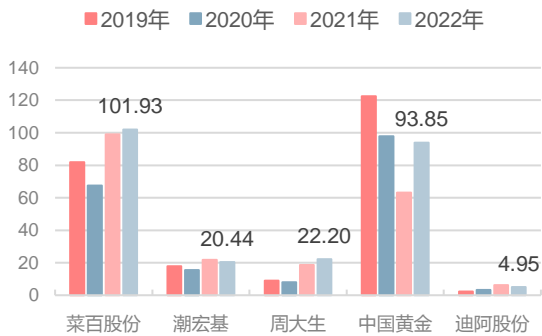
较早转型为珠宝零售企业，于北京占据优势点位。公司较早转型为珠宝零售企业，抢先占据北京地区优势点位，线下门店大多位于热门商圈黄金地段或未来潜力增长区域，形成密集式网络布局优势。公司华北地区收入体量位于行业前列，收入增速较快，华北区域龙头地位不断稳固。

图 17:菜百首饰北京门店位置（红点及数字标点均为菜百首饰门店位置）



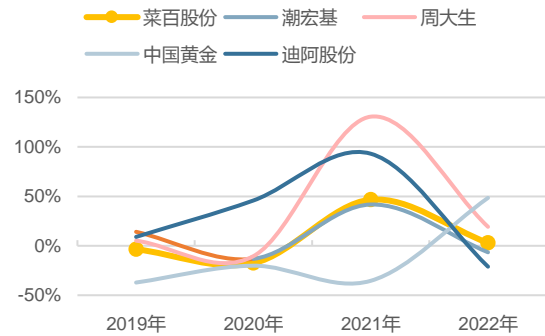
数据来源：百度地图，中信建投证券

图 18:珠宝企业华北地区收入（亿元）



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 19:珠宝企业华北地区收入增速（%）

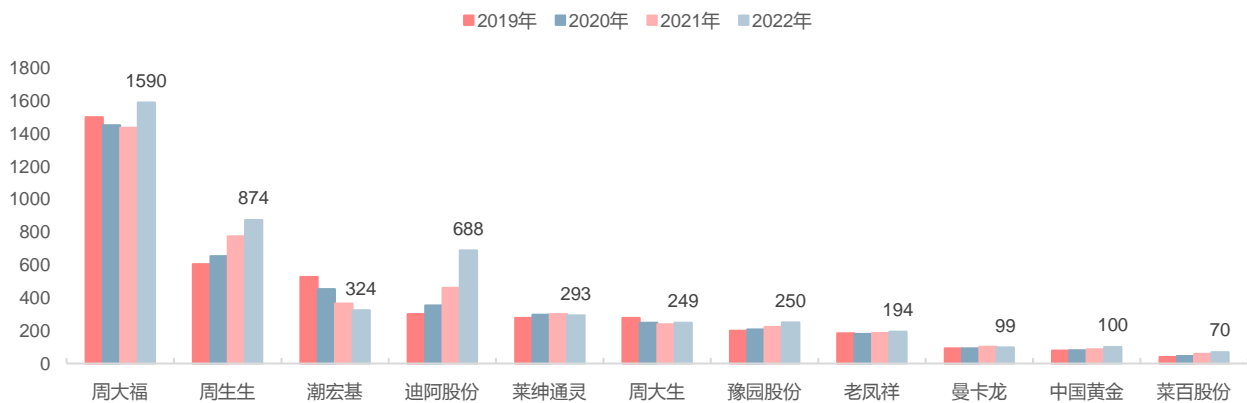


数据来源: Wind, 中信建投证券

## （二）全直营经营杠杆高，总店规模效应明显

公司采用全直营方式，快速复苏期利润弹性更大。加盟方式为珠宝公司扩张的主要方式，主要原因为珠宝单店铺货金额较高，直营方式扩展使得公司背负较大资金压力。公司的战略为深耕北京地区，采取直营方式能够更好得挖掘北京地区消费潜力，业绩弹性更大。2022 年行业经营压力整体较大，部分头部企业业绩下滑，然而公司依然实现逆势增长。在复苏期中，2023 年第一季度数据显示，公司业绩弹性也明显好于其他公司。

图 20:部分珠宝公司直营门店数量

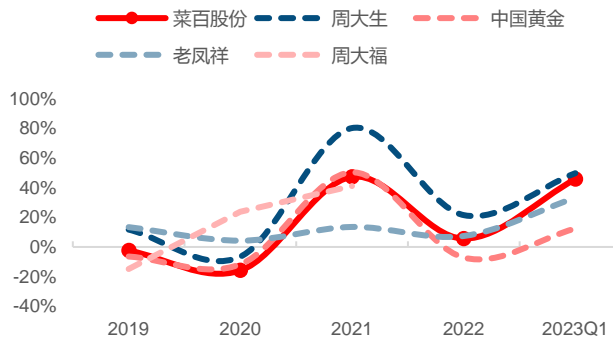


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

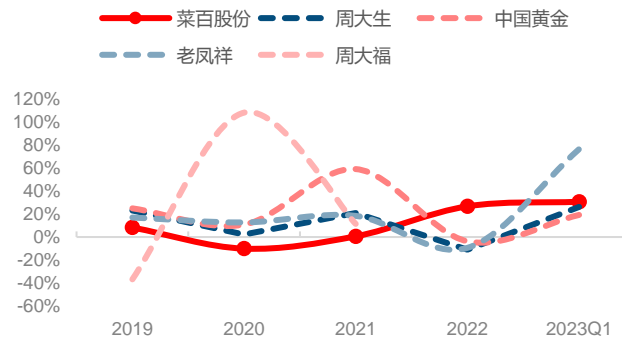
**图 21:珠宝企业直营门店占比**

直营占比	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
周大福	62%	60%	54%	44%	35%	26%	23%
周生生	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
潮宏基		29%	63%	54%	46%	34%	28%
迪阿股份		100%	100%	100%	100%	100%	100%
莱绅通灵	49%	56%	39%	44%	51%	55%	58%
周大生	12%	10%	9%	7%	6%	5%	5%
豫园股份	12%	10%	9%	7%	6%	6%	5%
老凤祥	6%	6%	5%	5%	4%	4%	3%
曼卡龙	64%	60%	56%	57%	55%	50%	47%
中国黄金		3%	3%	3%	3%	2%	3%
菜百股份			100%	100%	100%	100%	100%
萃华珠宝	5%	4%	5%	5%	5%	5%	4%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

**图 22:部分珠宝公司营业收入增速对比 (%)**


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

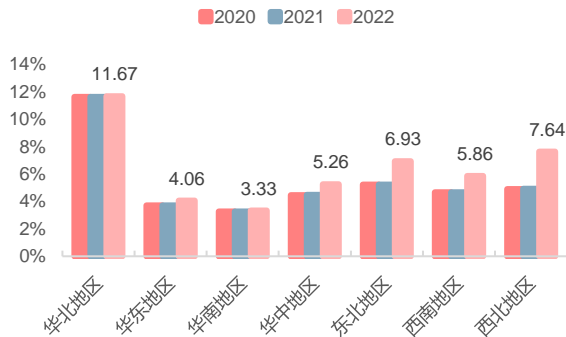
**图 23:部分珠宝公司归母净利润增速对比 (%)**


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

**总店为自有物业, 节省租金提升毛利率。**公司北京西城总店销售贡献最大, 2020 年总店销售收入 43.2 亿元, 占公司营收的 61.12%, 占公司直营店收入的 69.09%, 是公司直营店收入的核心引擎。北京西城总店为自有物业, 可以节省租金发挥规模效应从而提高毛利率, 2020 年华北地区毛利率 11.62%, 远超其他各区域。

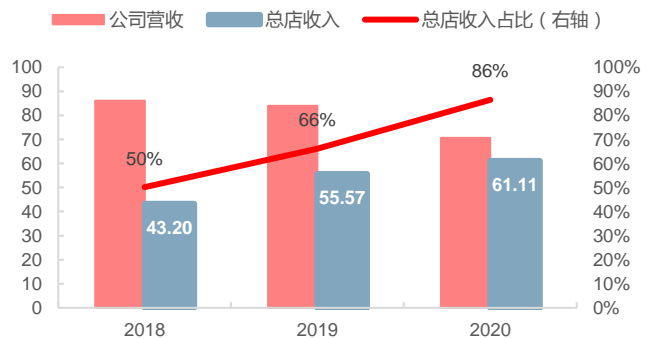


图 24:华北地区毛利率显著高于其他地区 (%)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

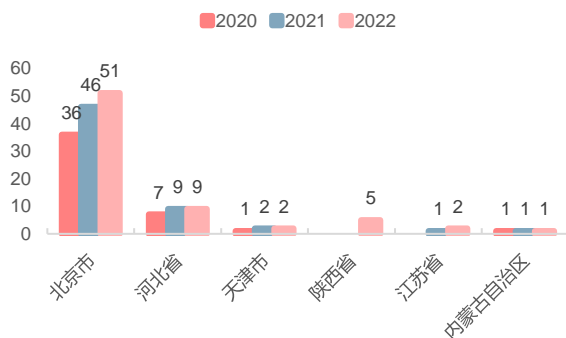
图 25:公司北京总店收入与占比 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

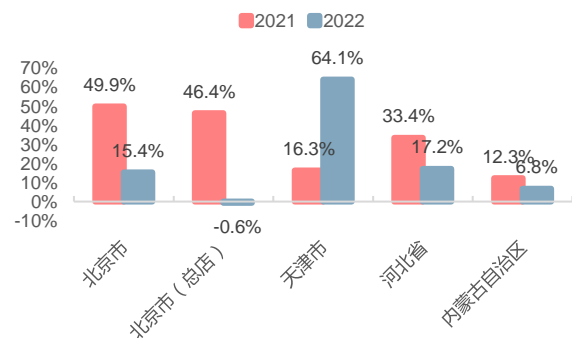
**稳扎稳打域外扩张, 域外增速高于本地。**巩固北京本地竞争优势的同时, 公司并不激进扩店而是稳步推进域外扩张, 2021 年进入江苏省; 2022 年进入陕西省新开 5 家门店, 同时江苏新增 1 家门店。由于公司经营扎实稳妥, 新拓店地区增长较好, 2022 年江苏同店高速增长 410%, 天津同店增速达到 64%。

图 26:公司分地区门店数量



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

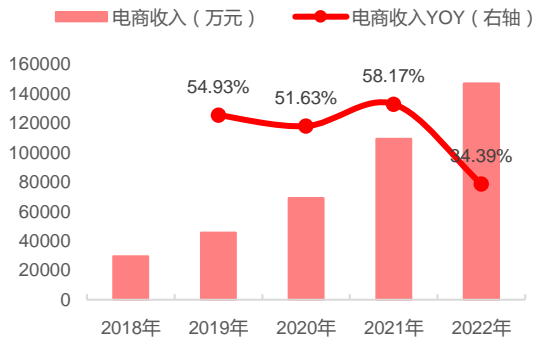
图 27:公司分地区同店销售增长率 (%)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

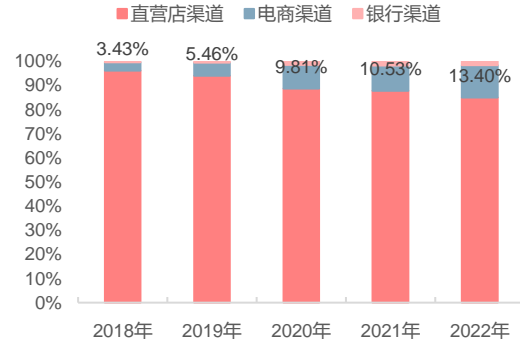
**与此同时, 公司借助电商平台突破地域限制。**域外开拓直营门店的同时, 公司充分利用线上渠道开拓市场, 电商渠道保持高速增长, 2019-2021 年增速均在 50% 以上, 2022 年由于行业物流因素等影响电商增速有所下滑。电商渠道对于公司营收的贡献也在加大, 从 2018 年的 3% 提升至 2022 年的 13%。

图 28:公司电商收入及占营收比重 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 29:电商渠道收入占比逐年提升 (%)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

### (三) 黄金饰品质优价廉, 品牌形象深入人心

**深耕北京, 品牌认可度高。**菜百股份多年来深耕以北京为核心的华北地区, 国民老字号文化底蕴深厚, 比如, 与故宫、颐和园合作推出的“工匠黄金”、“颐和一生”系列, 与天坛、颐和园、首都博物馆等北京文化地标联名推出的“一生颐饰”、“承祁元吉”、“京城喜饰”等系列贵金属文创产品, 丰富的文化 IP 属性直达消费者需求, 收获消费者广泛认可与好评, 品牌形象深入人心。

同时, 公司积极拓展线下文化活动, 在北京总店设立了经北京文物局审批的“北京菜百黄金珠宝博物馆”, 集文化参观、旅游打卡、产品推广为一体, 与消费者展开深度互动, 维持客户粘性与品牌影响力。

图 30:菜百首饰与北京地标联名



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

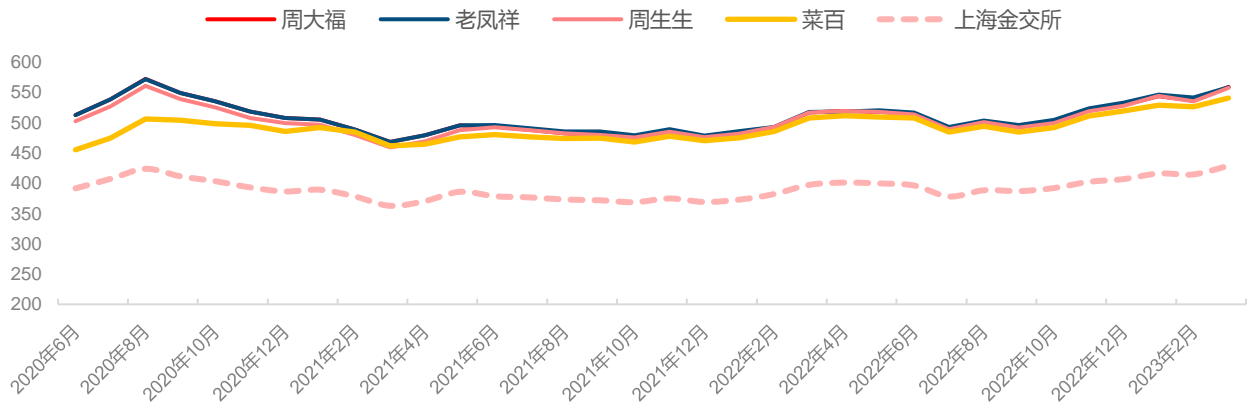
图 31:北京菜百黄金珠宝博物馆吸引消费者打卡



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

**高性价比优势持续培育优质消费群体。**菜百黄金产品定价低于主要珠宝品牌, 2023 年 3 月菜百黄金价格为 540 元/克, 与周大福、老凤祥相比, 菜百单克黄金低 18 元/克。按克计价产品中, 除特定产品外, 菜百多数首饰并无额外工费, 因此整体价格处于行业中较低水平。菜百的产品性价比优势增强了对于消费者的吸引力。

图 32:菜百黄金价格低于其他品牌（元/克）



数据来源: Wind, 中信建投证券

## 四、财务分析：逆势增长，强势复苏

2022 年收入利润逆势增长，23Q1 快速复苏。尽管 2022 年珠宝行业销售下滑，但是背靠优质消费地区，公司收入实现了 5.6% 的正增长，归母净利润同比高增 26.6%。2023 年珠宝消费复苏，公司业绩实现了高增长，归母净利润同比高增 30.6%。公司京外扩张计划收效明显，如西北地区 2022 年营业收入增速高于整体水平，华北以外地区营业收入占比也不断增加，有望成为公司未来盈利增长点。

图 33:公司营业收入（亿元，%）

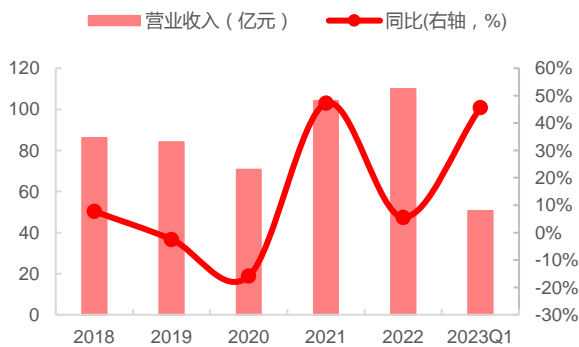
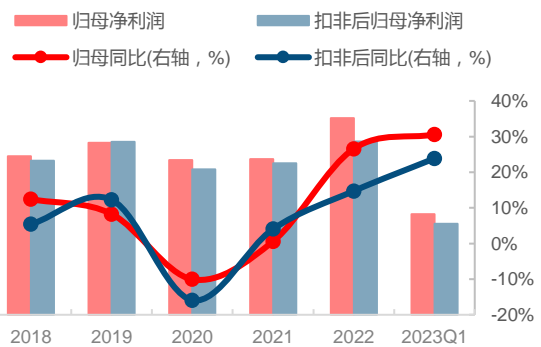


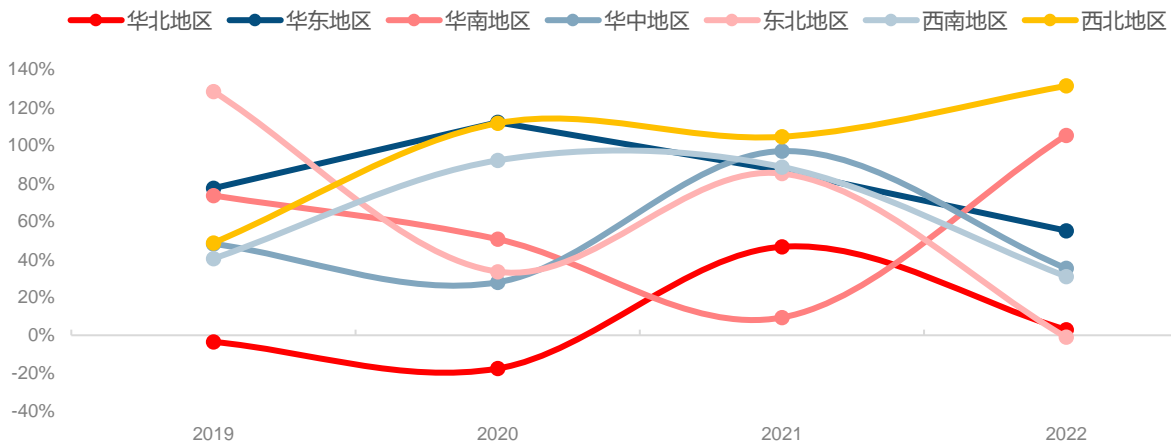
图 34:公司利润情况（亿元，%）



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

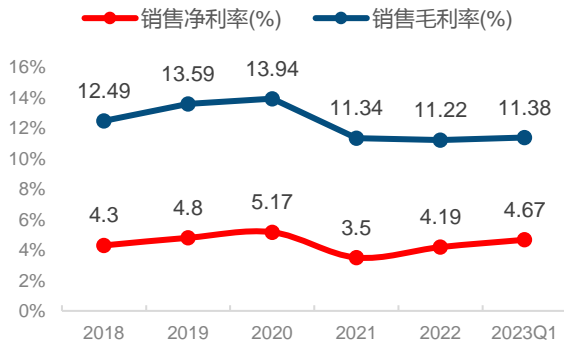
图 35:公司不同地区收入增速，西北地区最高（%）



数据来源：公司公告，中信建投证券

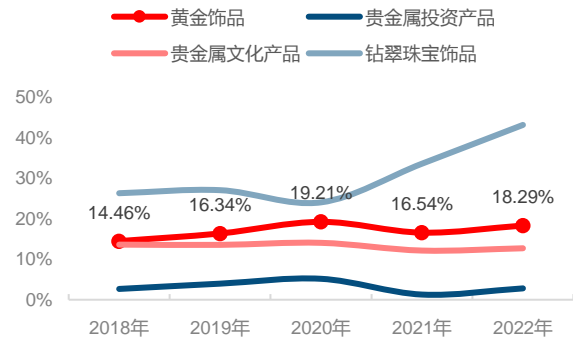
利润率整体稳定，费用控制加强。2022 年公司产品毛利率均有所提升，不过联营佣金毛利率下降，公司整体毛利率微降。2023 年第一季度受益于珠宝首饰产品销售强劲复苏，公司毛利率环比提升。公司加强费用控制，净利率同比提升。

图 36:公司利润率 (%)



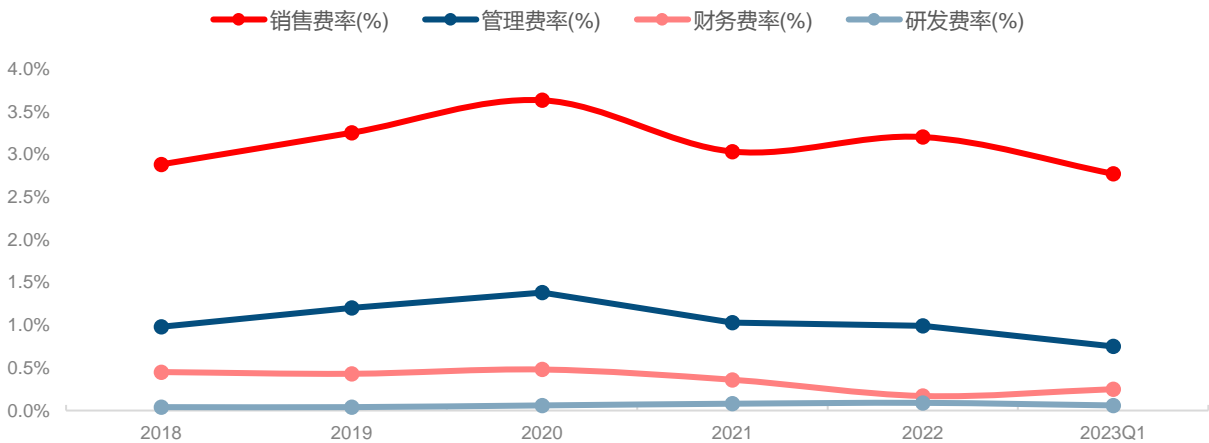
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 37:公司分品类毛利率 (%)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

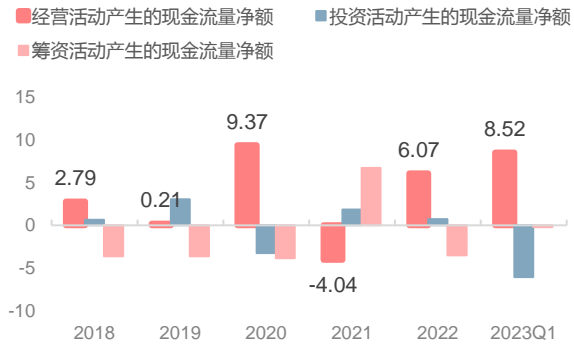
图 38:公司销售费率和管理费率环比下降 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

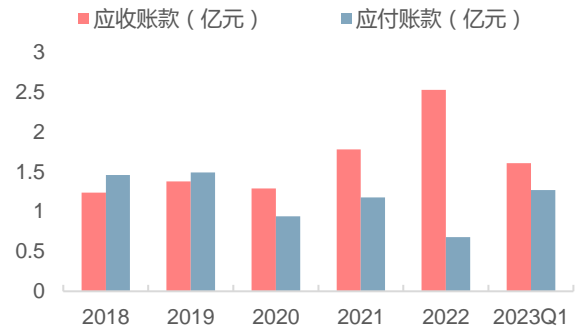
公司单季经营性现金流达到新高。23Q1 销售旺季到来, 应收账款减少, 应付账款增加, 公司单季度经营性现金流达到 8.52 亿元, 为上市来单季度新高。

图 39:公司现金流情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 40:公司应收账款与应付账款 (亿元)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

## 投资评价和建议

公司已经占据北京地区优势点位，于北京形成密集式网络布局优势，华北地区收入体量位于行业前列，收入增速较快，华北区域龙头地位不断稳固。公司采用全直营方式深耕北京地区，总店经济效应明显，快速复苏期利润弹性更大。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.64、6.27、7.13 亿元，对应 PE 17、15、13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 3:公司分渠道收入拆分（万元，%）**

营业收入	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
直营店渠道	825,630.90	786,221.61	625,257.65	912,326.05	933,472.16	1,156,600.00	1,210,250.00	1,288,400.00
电商渠道	29,462.90	45,646.59	69,214.01	109,472.49	147,120.09	191,256.12	239,070.15	286,884.18
银行渠道	3,644.05	4,322.48	10,750.38	17,808.11	17,475.13	22,717.67	28,397.09	34,076.50
合计	858,738	836,191	705,222	1,039,607	1,098,067.38	1,370,573.79	1,477,717.23	1,609,360.68
同比增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
直营店渠道		-4.77%	-20.47%	45.91%	2.32%	23.90%	4.64%	6.46%
电商渠道		54.93%	51.63%	58.17%	34.39%	30.00%	25.00%	20.00%
银行渠道		18.62%	148.71%	65.65%	-1.87%	30.00%	25.00%	20.00%
合计		-2.63%	-15.66%	47.42%	5.62%	24.82%	7.82%	8.91%
占比	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
直营店渠道	96.14%	94.02%	88.66%	88.66%	85.01%	84.39%	81.90%	80.06%
电商渠道	3.43%	5.46%	9.81%	9.81%	13.40%	13.95%	16.18%	17.83%
银行渠道	0.42%	0.52%	1.52%	1.52%	1.59%	1.66%	1.92%	2.12%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，中信建投证券



## 风险分析

- 1、**黄金价格波动风险。**近来国际贸易摩擦和争端增加，美联储加息和银行倒闭等事件影响黄金价格，黄金价格大幅波动给国内贵金属珠宝首饰消费带来不确定性。
- 2、**行业竞争加剧的风险。**行业竞争加剧带来盈利能力下降，由于珠宝消费需求快速恢复，主要珠宝品牌可能加大门店扩张力度抢占市场份额，如果竞争进一步加剧，行业整体盈利水平可能下降。
- 3、**经营区域集中的风险。**公司目前的销售区域主要集中于以北京市为核心的华北地区，且公司北京总店的销售占比较高。如果华北地区经济环境、居民收入等发生重大不利变化，或区域珠宝行业竞争加剧，将对公司经营产生不利影响。
- 4、**敏感性分析：**如果公司店效下降 10%，其他条件假设不变，那么公司的 2023-2025 年归母净利润将从 5.64、6.27、7.13 亿元降至 5.02、5.61、6.39 亿元。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,908.97</b>	<b>5,153.52</b>	<b>5,715.96</b>	<b>6,200.57</b>	<b>6,749.38</b>
现金	1,186.85	1,563.42	1,551.44	1,825.79	2,150.39
应收票据及应收账款	178.31	252.91	266.82	287.66	313.27
其他应收款	46.37	42.06	88.72	95.65	104.17
预付账款	10.17	0.10	16.40	17.68	19.26
存货	2,740.31	2,716.44	3,171.46	3,341.74	3,516.07
其他流动资产	746.96	578.59	621.12	632.05	646.22
<b>非流动资产</b>	<b>312.57</b>	<b>329.08</b>	<b>338.23</b>	<b>354.48</b>	<b>376.37</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	257.04	225.54	249.64	269.04	283.74
无形资产	8.73	22.87	25.31	32.75	37.68
其他非流动资产	46.80	80.67	63.28	52.70	54.95
<b>资产总计</b>	<b>5,221.54</b>	<b>5,482.60</b>	<b>6,054.19</b>	<b>6,555.06</b>	<b>7,125.75</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,936.58</b>	<b>2,007.85</b>	<b>2,162.94</b>	<b>2,200.25</b>	<b>2,243.28</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	117.92	68.43	143.46	154.42	167.89
其他流动负债	1,818.66	1,939.42	2,019.48	2,045.83	2,075.39
<b>非流动负债</b>	<b>64.05</b>	<b>64.94</b>	<b>60.68</b>	<b>56.69</b>	<b>52.75</b>
长期借款	44.58	25.04	20.78	16.79	12.85
其他非流动负债	19.47	39.90	39.90	39.90	39.90
<b>负债合计</b>	<b>2,000.63</b>	<b>2,072.79</b>	<b>2,223.62</b>	<b>2,256.93</b>	<b>2,296.03</b>
少数股东权益	12.06	2.45	3.58	4.84	6.27
股本	777.78	777.78	777.78	777.78	777.78
资本公积	831.63	831.63	831.63	831.63	831.63
留存收益	1,599.44	1,797.95	2,217.57	2,683.87	3,214.04
归属母公司股东权益	3,208.85	3,407.36	3,826.98	4,293.28	4,823.45
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,221.54</b>	<b>5,482.60</b>	<b>6,054.19</b>	<b>6,555.06</b>	<b>7,125.75</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-404.07</b>	<b>606.68</b>	<b>187.43</b>	<b>521.75</b>	<b>599.29</b>
净利润	364.33	460.93	565.47	628.38	714.44
折旧摊销	71.59	83.03	61.54	88.74	93.12
财务费用	37.66	18.44	-22.25	-24.42	-29.10
投资损失	5.01	-53.93	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-835.92	35.85	-419.33	-172.96	-181.17
其他经营现金流	-46.74	62.37	2.00	2.00	2.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>183.75</b>	<b>72.62</b>	<b>-72.69</b>	<b>-107.00</b>	<b>-117.00</b>
资本支出	69.22	27.67	95.00	105.00	115.00
长期投资	183.72	-10.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-69.19	54.95	-167.69	-212.00	-232.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>670.66</b>	<b>-352.35</b>	<b>-126.73</b>	<b>-140.40</b>	<b>-157.68</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	44.58	-19.54	-4.26	-3.99	-3.94
其他筹资现金流	626.08	-332.81	-122.47	-136.40	-153.75
<b>现金净增加额</b>	<b>450.34</b>	<b>326.96</b>	<b>-11.98</b>	<b>274.35</b>	<b>324.60</b>

### 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>10,405.75</b>	<b>10,989.87</b>	<b>13,714.94</b>	<b>14,786.37</b>	<b>16,102.81</b>
营业成本	9,226.12	9,756.97	12,185.09	13,115.43	14,259.63
营业税金及附加	211.37	197.08	258.93	279.16	304.02
销售费用	314.82	351.47	425.41	459.83	492.25
管理费用	98.42	99.54	110.59	113.48	116.42
研发费用	8.53	9.75	11.20	13.05	15.00
财务费用	37.66	18.44	-22.25	-24.42	-29.10
资产减值损失	-1.84	-6.07	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-16.89	5.16	0.00	0.00	0.00
其他收益	8.19	7.14	8.00	8.00	8.00
公允价值变动收益	7.24	-0.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-5.01	53.93	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>500.55</b>	<b>616.62</b>	<b>753.96</b>	<b>837.84</b>	<b>952.59</b>
营业外收入	0.33	0.23	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.10	0.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	500.79	616.70	753.96	837.84	952.59
所得税	136.45	155.77	188.49	209.46	238.15
<b>净利润</b>	<b>364.33</b>	<b>460.93</b>	<b>565.47</b>	<b>628.38</b>	<b>714.44</b>
少数股东损益	0.38	0.80	1.13	1.26	1.43
<b>归属母公司净利润</b>	<b>363.95</b>	<b>460.13</b>	<b>564.34</b>	<b>627.12</b>	<b>713.02</b>
EBITDA	610.04	718.16	793.25	902.16	1,016.61
EPS (元)	0.47	0.59	0.73	0.81	0.92

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	47.23	5.61	24.80	7.81	8.90
营业利润(%)	1.28	23.19	22.27	11.12	13.70
归属于母公司净利润	0.61	26.42	22.65	11.12	13.70
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.34	11.22	11.15	11.30	11.45
净利率(%)	3.50	4.19	4.11	4.24	4.43
ROE(%)	11.34	13.50	14.75	14.61	14.78
ROIC(%)	15.09	12.04	13.50	12.80	13.68
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.31	37.81	36.73	34.43	32.22
净负债比率(%)	-35.46	-45.12	-39.96	-42.09	-44.26
流动比率	2.53	2.57	2.64	2.82	3.01
速动比率	0.94	1.07	1.02	1.14	1.27
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.99	2.00	2.27	2.26	2.26
应收账款周转率	58.36	43.45	51.40	51.40	51.40
应付账款周转率	78.24	142.58	84.94	84.94	84.94
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.59	0.73	0.81	0.92
每股经营现金流(最新)	-0.52	0.78	0.24	0.67	0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.38	4.92	5.52	6.20
<b>估值比率</b>					
P/E	26.35	20.84	16.99	15.29	13.45
P/B	2.99	2.81	2.51	2.23	1.99
EV/EBITDA	18.37	11.94	13.27	11.48	10.00

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

## 分析师介绍

刘乐文

美国约翰霍普金斯大学金融硕士学位，现任中信建投商贸社服行业首席分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要研究领域社会服务、商贸零售、医美化妆品等多个服务类板块。

## 研究助理

孙英杰

[sunyingjie@csc.com.cn](mailto:sunyingjie@csc.com.cn)

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
电话：（8610） 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话：（8621） 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
电话：（86755） 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852） 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk