

# 菜百股份 (605599)

证券研究报告

2022年09月01日

## 22H1 实现归母净利润 2.5 亿同增 26%，稳北京市场延伸京外辐射圈，产品研发持续突破提升品牌知名度

**事件：**公司发布 2022 年度半年报。2022 年上半年公司实现营业收入 53.30 亿元，同比增长 3.58%；实现归母净利润 2.48 亿元，同比增长 26.44%。其中，2022Q2 公司实现营业总收入 18.61 亿元，同比减少 15.21%，实现归母净利润 0.69 亿元，同比减少 25.15%。

**收入端：**公司 2022H1 实现营业收入 53.30 亿元，同比增长 3.58%，主要系主要系新拓门店增收及线上销售增长所致。①分季度：22Q1/Q2 分别实现营业收入 34.70/18.61 亿元，分别同比变动 +17.75%/-15.21%；②分业务类型：黄金珠宝零售/联营佣金/其他业务收入分别实现营业收入 52.46/0.79/0.05 亿元，分别同比变动 +4.33%/-29.36%/-6.83%；③分地区：华北/华东/华南/华中/东北/西南/西北分别实现营业收入 49.66/1.77/0.92/0.33/0.18/0.19/0.20 亿元，分别同比变动 0.70%/65.66%/109.75%/52.00%/20.27%/50.87%/123.67%。

**毛利率：**公司 2022H1 毛利率 11.82%，同比增加 0.04pcts，主要系公司在产品研发设计方面，积极推进异业合作及 IP 合作，自主产品以其丰富的文化内涵、精美的设计，有效提升产品整体附加值。其中，2022Q1/Q2 毛利率为 12.64%/10.29%，分别同比变化 +0.75/-1.33pct。

**期间费用端：**公司 2022H1 期间费用率为 4.38%，同增 0.14pct。①销售费用率为 3.26%，同增 0.40pct，主要系新开门店人员成本及租金费用、宣传费用增加所致；②管理费用率为 0.89%，同减 0.02pct；③财务费用率为 0.17%，同减 0.24pct，主要系募集资金账户利息收入增加、黄金租赁规模减少租赁费下降所致；④研发费用率为 0.07%，同增 0.02pct，主要系公司加大研发投入所致。

**利润端：**公司 2022H1 实现归母净利润 2.48 亿元，同比增长 26.44%。分季度看，22Q1/Q2 分别实现归母净利润 1.80/0.69 亿元，分别同比变动 +71.54%/-25.15%，分别实现归母净利率 5.18%/3.68%，分别同比变动 +1.63/-0.49pct。

**现金流量端：**2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额 7.96 亿元，去年同期为 1.95 亿元，主要系 2022 年 4-6 月受疫情影响，公司控制采购规模，相较于上年同期采购商品减少所致；投资活动产生的现金流量净额 1.55 亿元，去年同期为 -1.56 亿元，主要系本期赎回理财产品投资收回的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额 -3.05 亿元，去年同期为 -0.25 亿元，主要系公司于本期进行利润分配，分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。

**渠道端：**积极发展全渠道融合，线下延伸京外辐射圈，线上提升品牌影响力。截至 2022 年上半年，公司拥有覆盖北京各行政区以及河北、天津、西安、包头、苏州等地的 64 家直营门店、银行渠道等线下销售网络，以及覆盖全国市场的线上电商销售网络。公司通过线上渠道面向全国市场消费者，提升公司在全国的市场认可度和品牌知名度。2022 年上半年，公司的电商子公司实现销售同比增长 45.09%。

**品牌端：**打造“菜百传世”“菜百悦时光”子品牌，构建立体品牌发展战略。随着年轻消费群体对于传统文化认同感和时尚元素的设计感需求的提高，促进古法金等饰品增势明显，发布“菜百传世”子品牌，引进推广多款古法金饰品。同时，以钻石为主品类，基于消费者“悦己”需求，推出“菜百悦时光”子品牌，加大钻翠珠宝类饰品的销售力度，优化公司产品结构，有效达成细分赛道客群巩固并实现一定增量。

**投资建议：**公司在行业内知名度高、口碑和声誉良好，上市以来公司持续提升自己的核心竞争力，在保证北京市场稳定地位的同时积极开拓西北、华东等区域，并且不断拓展线上业务带来新增长点，我们预计公司 22/23/24 年归母净利润为 4.8/6.1/7.2 亿元，对应 PE 分别为 16x/13x/11x，维持“买入”评级。

### 投资评级

行业	纺织服装/饰品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.2 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	777.78
流通 A 股股本(百万股)	77.78
A 股总市值(百万元)	7,933.33
流通 A 股市值(百万元)	793.33
每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	31.50
一年内最高/最低(元)	18.50/9.38

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《菜百股份-年报点评报告:22Q1 实现归母净利 1.8 亿同增 72%，持续延伸京外辐射拓展市场，多品牌搭建立体化发展战略》 2022-04-28
- 2 《菜百股份-首次覆盖报告:深耕行业数十年，成就华北地区黄金珠宝龙头》 2021-09-17

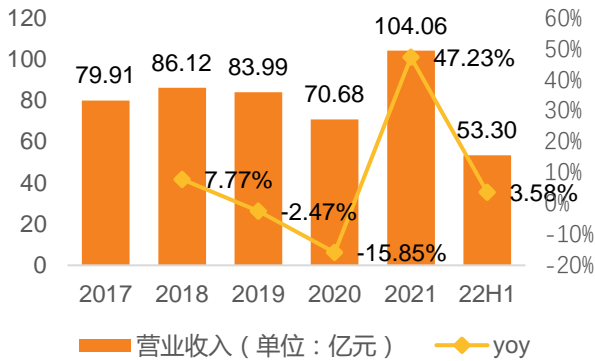
财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,067.85	10,405.75	12,302.72	14,664.84	17,597.81
增长率(%)	(15.85)	47.23	18.23	19.20	20.00
EBITDA(百万元)	545.95	578.59	687.74	863.54	1,023.36
归属母公司净利润(百万元)	361.75	363.95	482.26	608.44	722.59
增长率(%)	(10.05)	0.61	32.51	26.17	18.76
EPS(元/股)	0.47	0.47	0.62	0.78	0.93
市盈率(P/E)	21.93	21.80	16.45	13.04	10.98
市净率(P/B)	3.71	2.47	2.18	1.97	1.80
市销率(P/S)	1.12	0.76	0.64	0.54	0.45
EV/EBITDA	0.00	15.19	8.92	7.19	6.37

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件

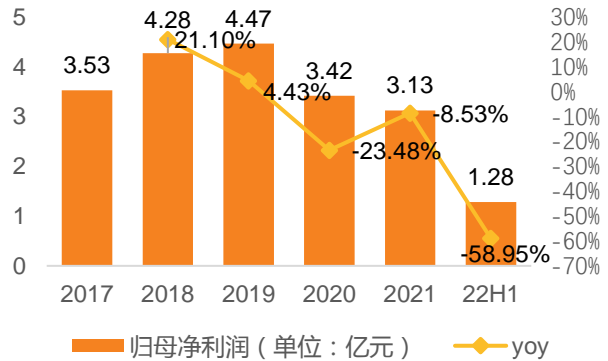
公司发布 2022 年度半年报。2022 年上半年公司实现营业收入 53.30 亿元，同比增长 3.58%；实现归母净利润 2.48 亿元，同比增长 26.44%。其中，2022Q2 公司实现营业总收入 18.61 亿元，同比减少 15.21%，实现归母净利润 0.69 亿元，同比减少 25.15%。

图 1：公司历年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速

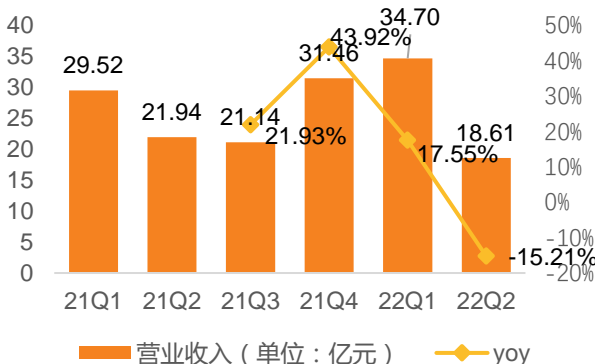


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 收入端

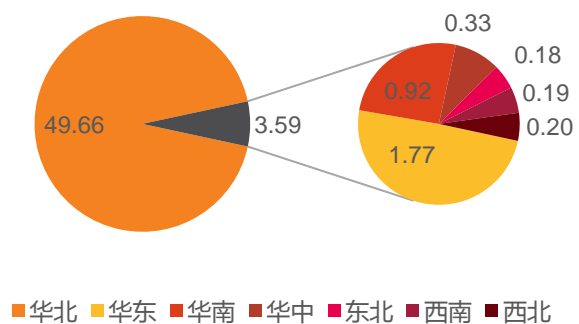
公司 2022H1 实现营业收入 53.30 亿元，同比增长 3.58%，主要系主要系新拓门店增收及线上销售增长所致。①分季度：22Q1/Q2 分别实现营业收入 34.70/18.61 亿元，分别同比变动+17.75%/-15.21%；②分业务类型：黄金珠宝零售/联营佣金/其他业务收入分别实现营业收入 52.46/0.79/0.05 亿元，分别同比变动+4.33%/-29.36%/-6.83%；③分地区：华北/华东/华南/华中/东北/西南/西北分别实现营业收入 49.66/1.77/0.92/0.33/0.18/0.19/0.20 亿元，分别同比变动 0.70%/65.66%/109.75%/52.00%/20.27%/50.87%/123.67%。

图 3：公司分季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司营业收入分地区结构（单位：亿元）

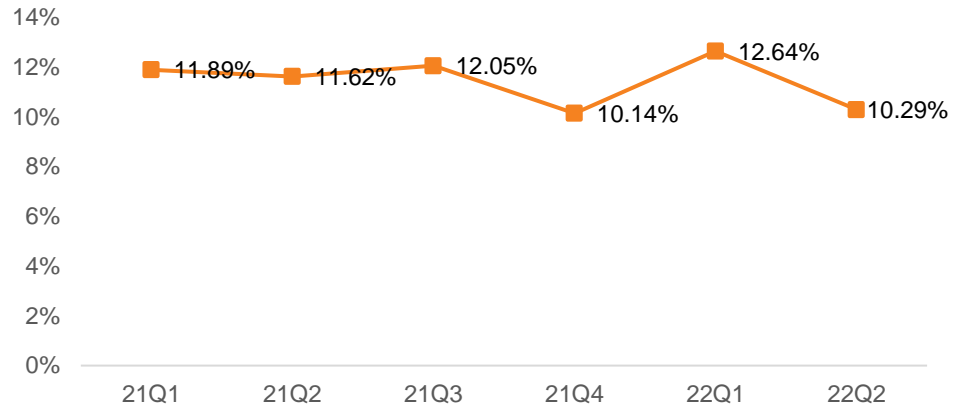


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3. 毛利率

公司 2022H1 毛利率 11.82%，同比增加 0.04pcts，主要系公司在产品研发设计方面，积极推进异业合作及 IP 合作，自主产品以其丰富的文化内涵、精美的设计，有效提升产品整体附加值。其中，2022Q1/Q2 毛利率为 12.64%/10.29%，分别同比变化+0.75/-1.33pct。

图 5：公司分季度毛利率

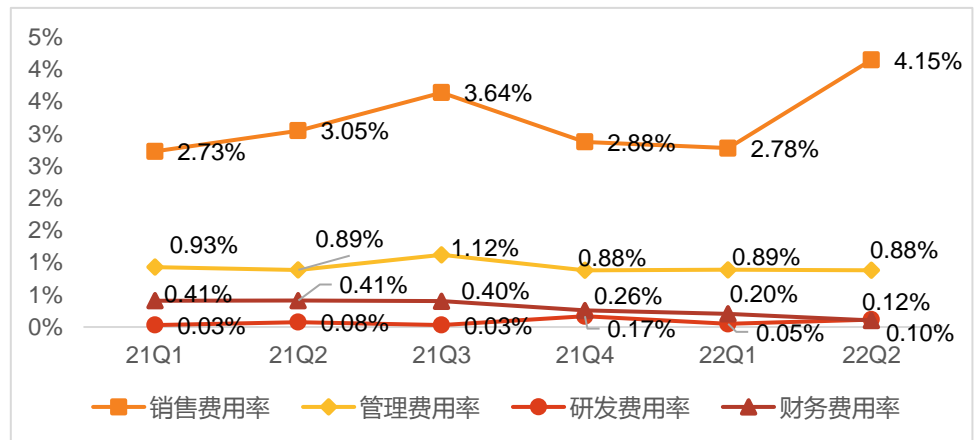


资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4. 期间费用端

公司 2022H1 期间费用率为 4.38%，同增 0.14pct。①销售费用率为 3.26%，同增 0.40pct，主要系新开门店人员成本及租金费用、宣传费用增加所致；②管理费用率为 0.89%，同减 0.02pct；③财务费用率为 0.17%，同减 0.24pct，主要系募集资金账户利息收入增加、黄金租赁规模减少租赁费下降所致；④研发费用率为 0.07%，同增 0.02pct，主要系公司加大研发投入所致。

图 6：公司分季度期间费用率

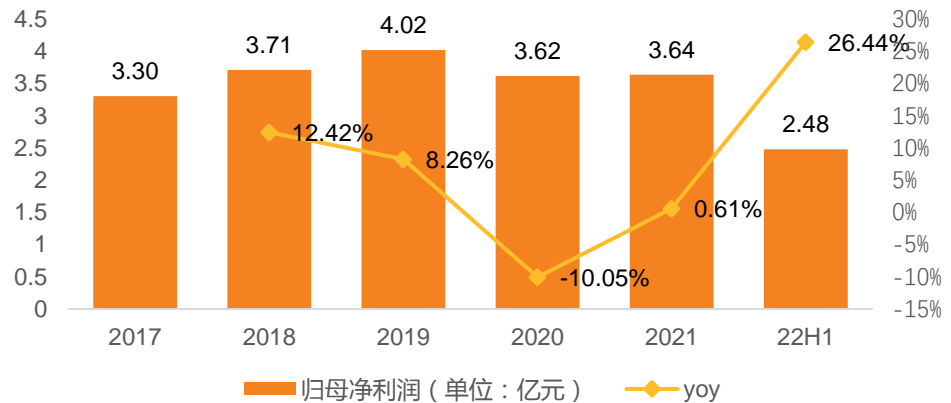


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 5. 利润端

公司 2022H1 实现归母净利润 2.48 亿元，同比增长 26.44%。分季度看，22Q1/Q2 分别实现归母净利润 1.80/0.69 亿元，分别同比变动+71.54%/-25.15%，分别实现归母净利率 5.18%/3.68%，分别同比变动+1.63/-0.49pct。

图 7：公司分季度归母净利润及同比增速

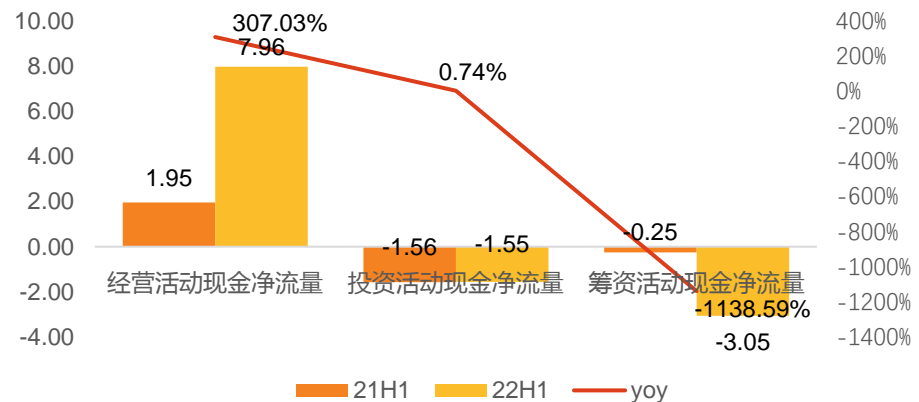


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 6. 现金流量端

2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额 7.96 亿元，去年同期为 1.95 亿元，主要系 2022 年 4-6 月受疫情影响，公司控制采购规模，相较于上年同期采购商品减少所致；投资活动产生的现金流量净额 1.55 亿元，去年同期为 -1.56 亿元，主要系本期赎回理财产品投资收回的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额 -3.05 亿元，去年同期为 -0.25 亿元，主要系公司于本期进行利润分配，分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。

图 8：公司半年度现金流（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 7. 渠道端

积极发展全渠道融合，线下延伸京外辐射圈，线上提升品牌影响力。截至 2022 年上半年，公司拥有覆盖北京各行政区以及河北、天津、西安、包头、苏州等地的 64 家直营门店、银行渠道等线下销售网络，以及覆盖全国市场的线上电商销售网络。公司通过线上渠道面向全国市场消费者，提升公司在全国的市场认可度和品牌知名度。2022 年上半年，公司的电商子公司实现销售同比增长 45.09%。

## 8. 品牌端

打造“菜百传世”“菜百悦时光”子品牌，构建立体品牌发展战略。随着年轻消费群体对于传统文化认同感和时尚元素的设计感需求的提高，促进古法金等饰品增势明显，发布“菜百传世”子品牌，引进推广多款古法金饰品。同时，以钻石为主品类，基于消费者“悦己”需求，推出“菜百悦时光”子品牌，加大钻翠珠宝类饰品的销售力度，优化公司产品结构，有效达成细分赛道客群巩固并实现一定增量。

## 9. 投资建议

公司在行业内知名度高、口碑和声誉良好，上市以来公司持续提升自己的核心竞争力，在保证北京市场稳定地位的同时积极开拓西北、华东等区域，并且不断拓展线上业务带来新增长点，我们预计公司 22/23/24 年归母净利润为 4.8/6.1/7.2 亿元，对应 PE 分别为 16x/13x/11x，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	787.36	1,186.85	1,167.55	1,173.19	1,407.82
应收票据及应收账款	128.74	178.31	225.76	263.68	297.85
预付账款	18.39	10.17	25.72	18.90	31.72
存货	1,706.88	2,740.31	3,307.99	3,873.93	4,319.21
其他	820.05	793.34	912.78	845.76	925.23
<b>流动资产合计</b>	<b>3,461.41</b>	<b>4,908.97</b>	<b>5,639.80</b>	<b>6,175.46</b>	<b>6,981.83</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	184.61	167.97	151.19	134.40	117.62
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.06	8.73	6.77	4.81	2.86
其他	262.04	135.86	322.35	308.56	290.04
<b>非流动资产合计</b>	<b>454.71</b>	<b>312.57</b>	<b>480.31</b>	<b>447.78</b>	<b>410.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,916.12</b>	<b>5,221.54</b>	<b>6,120.11</b>	<b>6,623.24</b>	<b>7,392.34</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	114.63	586.09
应付票据及应付账款	94.44	117.92	256.83	161.14	300.65
其他	1,334.70	1,459.25	2,157.42	2,248.47	1,992.97
<b>流动负债合计</b>	<b>1,429.14</b>	<b>1,577.17</b>	<b>2,414.25</b>	<b>2,524.24</b>	<b>2,879.70</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	32.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.76	64.05	54.79	56.87	58.57
<b>非流动负债合计</b>	<b>51.76</b>	<b>64.05</b>	<b>54.79</b>	<b>56.87</b>	<b>91.36</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,768.10</b>	<b>2,000.63</b>	<b>2,469.04</b>	<b>2,581.11</b>	<b>2,971.06</b>
少数股东权益	11.68	12.06	13.87	16.11	17.63
股本	700.00	777.78	777.78	777.78	777.78
资本公积	186.31	831.63	831.63	831.63	831.63
留存收益	1,105.45	1,559.67	1,918.26	2,318.66	2,711.82
其他	144.58	39.77	109.52	97.96	82.42
<b>股东权益合计</b>	<b>2,148.02</b>	<b>3,220.91</b>	<b>3,651.07</b>	<b>4,042.13</b>	<b>4,421.28</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,916.12</b>	<b>5,221.54</b>	<b>6,120.11</b>	<b>6,623.24</b>	<b>7,392.34</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	365.61	364.33	482.26	608.44	722.59
折旧摊销	30.94	34.53	18.74	18.74	18.74
财务费用	19.23	19.78	0.00	0.00	0.00
投资损失	(12.83)	(12.21)	(3.44)	(4.11)	(0.85)
营运资金变动	727.48	(723.95)	(315.39)	(481.65)	(700.54)
其它	(193.69)	(86.55)	5.20	11.67	5.70
<b>经营活动现金流</b>	<b>936.73</b>	<b>(404.07)</b>	<b>187.37</b>	<b>153.09</b>	<b>45.65</b>
资本支出	12.15	(8.75)	9.27	(2.08)	(1.70)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(336.14)	192.50	(134.53)	(43.71)	26.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>(323.99)</b>	<b>183.75</b>	<b>(125.26)</b>	<b>(45.79)</b>	<b>25.02</b>
债权融资	(33.89)	2.64	(26.87)	119.11	510.22
股权融资	0.36	338.29	(54.54)	(220.77)	(346.25)
其他	(349.77)	329.73	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(383.30)</b>	<b>670.66</b>	<b>(81.41)</b>	<b>(101.66)</b>	<b>163.97</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>229.45</b>	<b>450.34</b>	<b>(19.30)</b>	<b>5.64</b>	<b>234.64</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>7,067.85</b>	<b>10,405.75</b>	<b>12,302.72</b>	<b>14,664.84</b>	<b>17,597.81</b>
营业成本	6,082.79	9,226.12	10,836.24	12,839.07	15,366.41
营业税金及附加	130.00	211.37	250.68	307.96	361.86
销售费用	256.72	314.82	406.28	510.34	668.72
管理费用	93.84	98.42	140.65	167.02	189.35
研发费用	4.03	8.53	7.32	9.70	12.18
财务费用	33.89	37.66	0.00	0.00	0.00
资产/信用减值损失	(1.95)	(18.73)	(7.43)	(9.37)	(11.85)
公允价值变动收益	9.26	7.24	2.76	8.28	2.89
投资净收益	13.91	(5.01)	3.44	4.11	0.85
其他	(48.85)	24.78	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>494.22</b>	<b>500.55</b>	<b>660.33</b>	<b>833.77</b>	<b>991.19</b>
营业外收入	0.27	0.33	0.28	0.30	0.30
营业外支出	0.12	0.10	0.33	0.18	0.20
<b>利润总额</b>	<b>494.37</b>	<b>500.79</b>	<b>660.28</b>	<b>833.89</b>	<b>991.29</b>
所得税	128.76	136.45	175.58	222.05	265.89
<b>净利润</b>	<b>365.61</b>	<b>364.33</b>	<b>484.70</b>	<b>611.83</b>	<b>725.40</b>
少数股东损益	3.86	0.38	2.44	3.39	2.81
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>361.75</b>	<b>363.95</b>	<b>482.26</b>	<b>608.44</b>	<b>722.59</b>
每股收益(元)	0.47	0.47	0.62	0.78	0.93

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-15.85%	47.23%	18.23%	19.20%	20.00%
营业利润	-10.05%	1.28%	31.92%	26.27%	18.88%
归属于母公司净利润	-10.05%	0.61%	32.51%	26.17%	18.76%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.94%	11.34%	11.92%	12.45%	12.68%
净利率	5.12%	3.50%	3.92%	4.15%	4.11%
ROE	16.93%	11.34%	13.26%	15.11%	16.41%
ROIC	31.02%	58.22%	31.67%	33.26%	31.49%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	45.15%	38.31%	40.34%	38.97%	40.19%
净负债率	-36.66%	-35.60%	-31.61%	-25.74%	-17.30%
流动比率	2.02	2.53	2.34	2.45	2.42
速动比率	1.02	1.12	0.97	0.91	0.92
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	52.95	67.78	60.89	59.93	62.68
存货周转率	3.64	4.68	4.07	4.08	4.30
总资产周转率	1.77	2.28	2.17	2.30	2.51
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	0.47	0.62	0.78	0.93
每股经营现金流	1.20	-0.52	0.24	0.20	0.06
每股净资产	2.75	4.13	4.68	5.18	5.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.93	21.80	16.45	13.04	10.98
市净率	3.71	2.47	2.18	1.97	1.80
EV/EBITDA	0.00	15.19	8.92	7.19	6.37
EV/EBIT	0.00	15.72	9.17	7.35	6.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com