

五芳斋 (603237.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2023年5月4日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 53.32 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

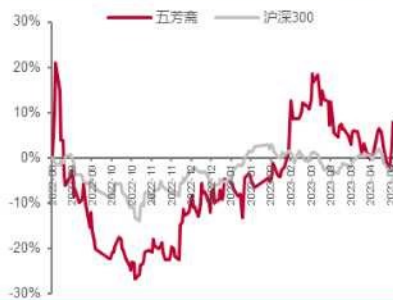
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,892	2,462	3,254	3,862	4,622
增长率 yoy%	19%	-15%	32%	19%	20%
净利润 (百万元)	194	137	219	280	346
增长率 yoy%	36%	-29%	59%	28%	23%
每股收益 (元)	1.88	1.34	2.13	2.73	3.37
每股现金流量	2.24	2.91	2.59	3.40	4.36
净资产收益率	23%	8%	12%	13%	14%
P/E	28.3	39.8	25.0	19.5	15.8
P/B	6.5	3.3	2.9	2.6	2.2

备注: 股价选取 2023 年 4 月 28 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	103
流通股本(百万股)	25
市价(元)	53.32
市值(百万元)	5,478
流通市值(百万元)	1,343

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件:** 公司公告 2022 年报及 2023 年一季报。22 年公司实现总营收 24.62 亿元, 同比-14.87%; 归母净利 1.37 亿元, 同比-29.01%; 扣非归母净利 1.14 亿元, 同比-24.20%。22Q4 公司实现总营收 1.99 亿元, 同比-11.66%; 归母净利-0.91 亿元, 扣非归母净利-1.09 亿元。23Q1 公司实现总营收 2.16 亿元, 同比-28.74%; 归母净利-0.64 亿元, 扣非归母净利-0.70 亿元。
- 22 年连锁门店受疫情影响严重, 月饼实现逆势增长。** 分产品看, 22 年公司粽子/月饼/餐食/蛋制品&糕点及其他业务分别实现收入 17.47/2.39/1.41/2.67 亿元, 同比-12.97%/+8.53%/-43.95%/-0.30%。公司粽子、餐食收入下降主要是受消费场景承压、门店关闭和物流受阻影响; 月饼业务因公司推出各种差异化月饼礼盒实现收入逆势增长。分渠道看, 22 年公司连锁门店/电子商务/商超/经销商渠道分别实现收入 2.88/8.21/3.11/8.20 亿元, 同比-41.09%/-3.58%/+9.00%/-17.51%, 主要系环境影响, 大量连锁门店关闭营业, 22 年公司闭店 46 家, 新开 7 家, 22 年末公司直营/合作门店分别为 138/31 家。
- 23Q1 收入低于预期, 回款相对充足。** 23Q1, 公司连锁门店/商超/电商/经销商渠道分别实现收入 0.79/0.15/0.36/0.53 亿元, 同比分别+19.80%/+23.01%/-8.08%/-65.13%。连锁门店和商超恢复较好, 一方面公司实行“缩、转、关”策略, 对门店进行全面梳理, 尝试“零售+轻餐饮”小型社区店模式; 另一方面, 公司聚焦麦德龙、大润发等渠道, 拓展盒马等渠道合作门店数量。23Q1 公司营收虽仅为 2.16 亿元, 但是公司销售回款 6.18 亿元, 期末合同负债 4.14 亿元, 预计主要系今年端午节时间较晚经销商提货时间靠后产生的时间差所致, 报表节奏晚于需求修复节奏, Q2 余力充足。
- 短期弹性较大, 长期势能向上。** 短期看, 23Q2 受益于同期低基数、端午较晚、端午与“6.18”等电商大促相隔近等因素, 预计收入将有加大弹性。长期看, 公司最坏的时候已经过去, 整体势能向上。收入端, 公司在量价两方面都有空间。价增方面, 考虑到节令食品的礼赠属性以及人均收入等提高, 五芳斋节令食品在礼赠和团购场景的开发有望带来产品结构升级, 进而推动均价增长。量增方面, 考虑产品开发、渠道拓展与区域扩展, 粽子产品销量还没有到天花板。同时公司有望推进月饼、饭团等大单品打造接力粽子, 实现可持续增长。利润端, 餐饮复苏和周期平滑均有望提升整体净利率水平。一方面, 伴随全国餐饮复苏, 公司连锁板块有望企稳回暖; 另一方面, 公司通过补充节令食品产品、推动节令食品日销化、补充糕点和中式点心等产品等多个方面减弱周期波动, 做大日销, 提高产能利用率和规模效应。
- 投资建议: 维持“买入”评级。** 根据年报与一季报, 我们预计公司 23-25 年营收分别为 32.54/38.62/46.22 亿元 (前次 23/24 年为 33.59/40.58 亿元), 净利润分别为 2.19/2.80/3.46 亿元 (前次 23/24 年为 2.30/3.02 亿元), 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 渠道拓展不及预期、产品销售的季节性波动风险、食品安全风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 五芳斋三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	903	1,052	987	1,016	营业收入	2,462	3,254	3,862	4,622
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,539	2,009	2,383	2,853
应收账款	54	68	81	98	税金及附加	15	19	22	25
预付账款	7	9	10	13	销售费用	540	683	772	901
存货	262	387	449	530	管理费用	169	228	270	324
合同资产	0	0	0	0	研发费用	15	20	24	28
其他流动资产	100	104	123	147	财务费用	11	-21	-18	-14
流动资产合计	1,326	1,620	1,650	1,803	信用减值损失	-12	-12	-12	-12
其他长期投资	54	54	54	54	资产减值损失	-5	-3	-3	-3
长期股权投资	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	633	782	1,118	1,426	投资收益	-1	1	0	0
在建工程	56	56	56	56	其他收益	24	24	24	24
无形资产	73	57	42	29	营业利润	207	327	418	514
其他非流动资产	239	250	260	267	营业外收入	3	3	2	3
非流动资产合计	1,056	1,200	1,530	1,833	营业外支出	8	8	8	8
资产合计	2,382	2,820	3,180	3,636	利润总额	202	322	412	509
短期借款	0	0	0	0	所得税	65	103	132	163
应付票据	36	70	84	84	净利润	137	219	280	346
应付账款	191	223	276	345	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	1	21	7	10	归属母公司净利润	137	219	280	346
合同负债	76	101	119	143	NOPLAT	145	204	268	336
其他应付款	62	62	62	62	EPS (按最新股本摊薄)	1.34	2.13	2.73	3.37
一年内到期的非流动负债	52	52	52	52					
其他流动负债	133	170	198	232					
流动负债合计	551	699	799	930					
长期借款	0	92	92	92					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	151	151	151	151					
非流动负债合计	151	243	243	243					
负债合计	702	942	1,042	1,173					
归属母公司所有者权益	1,678	1,875	2,135	2,461					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	1,680	1,878	2,138	2,464					
负债和股东权益	2,382	2,820	3,180	3,636					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	299	267	350	447
现金收益	213	265	343	439
存货影响	53	-126	-61	-81
经营性应收影响	1	-13	-12	-16
经营性应付影响	29	87	54	73
其他影响	3	54	26	32
投资活动现金流	-174	-212	-412	-412
资本支出	-136	-200	-401	-403
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-37	-12	-11	-9
融资活动现金流	527	93	-3	-6
借款增加	-102	92	0	0
股利及利息支付	-77	-29	-43	-50
股东融资	799	0	0	0
其他影响	-93	30	40	44

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-14.9%	32.2%	18.7%	19.7%
EBIT增长率	-21.3%	41.2%	31.4%	25.2%
归母公司净利润增长率	-29.0%	59.1%	28.1%	23.3%
获利能力				
毛利率	37.5%	38.3%	38.3%	38.3%
净利率	5.6%	6.7%	7.3%	7.5%
ROE	8.2%	11.7%	13.1%	14.0%
ROIC	13.3%	15.9%	18.3%	19.9%
偿债能力				
资产负债率	29.5%	33.4%	32.8%	32.3%
债务权益比	12.1%	15.7%	13.8%	12.0%
流动比率	2.4	2.3	2.1	1.9
速动比率	1.9	1.8	1.5	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.3
应收账款周转天数	7	7	7	7
应付账款周转天数	48	37	38	39
存货周转天数	67	58	63	62
每股指标 (元)				
每股收益	1.34	2.13	2.73	3.37
每股经营现金流	2.91	2.60	3.41	4.35
每股净资产	16.33	18.25	20.78	23.95
估值比率				
P/E	40	25	20	16
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	102	77	60	47

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。