

2023年04月29日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩短期承压，关注端午备货进度

## —五芳斋（603237.SH）公司事件点评报告

### 买入（维持） 事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

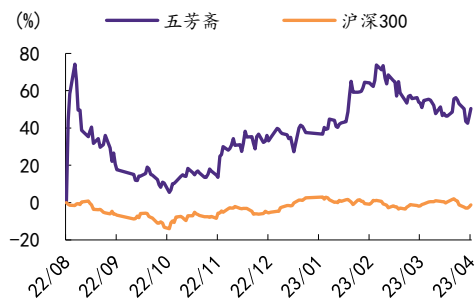
2023年4月28日，五芳斋发布2022年年报和2023年一季度报。

#### 基本数据

2023-04-28

当前股价（元）	53.32
总市值（亿元）	55
总股本（百万股）	103
流通股本（百万股）	25
52周价格范围（元）	36.2-59.8
日均成交额（百万元）	113.94

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 1、《五芳斋（603237）：小店模型打磨中，粽+战略持续推进》2023-03-16
- 2、《五芳斋（603237）：老字号再起航，多重举措促发展》2023-02-15

#### 投资要点

##### 业绩短期承压，受端午周期影响

2022年营收24.62亿元（同减15%），归母净利润1.37亿元（同减29%）。2022Q4营收1.99亿元（同减12%），归母净利润-0.91亿元（同减2%）。2023Q1营收2.16亿元（同减29%），归母净利润-0.64亿元（同减101%），系端午节周期影响，端午节时间较去年有所推迟。2022/2022Q4/2023Q1毛利率分别为37%/-46%/35%，同比-6/-83/-6pct；销售费用率分别为22%/-8%/47%，同比-5/-72/+10pct；管理费用率7%/24%/20%，同比+0.5/-2/+9pct；净利率6%/-46%/-30%，同比-1/-6/-20pct。2022/2022Q4/2023Q1经营活动现金流净额分别2.99/-0.89/1.59亿元，分别同增30%/56%/1318%。2022/2023Q1合同负债0.76/4.13亿元，环比-13%/+443%，销售回款2.85/6.18亿元，环比-60%/+117%，一季度蓄水池明显。

##### 月饼稳健增长，非粽占比望提升

分产品看，2022年粽子系列/月饼系列/餐食系列/蛋制品、糕点及其他营收17.47/2.39/1.41/2.67亿元，同比-13%/+9%/-44%/-0.3%，占比73%/10%/6%/11%；2023Q1营收0.92/0.78/0.35/0.71亿元，同比-48%/-92%/-5%/-2%，占比46%/0.004%/18%/36%。全年粽子收入下滑，系疫情影响下端午节前期大量门店关闭营业、物流受阻所致，毛利率提升系成本下降及产品结构优化所致。月饼实现收入和毛利率双提升，系公司推出差异化月饼礼盒，推动产品力及品牌力提升所致。餐食业务承压系疫情导致大量连锁门店闭店所致。蛋制品、糕点及其他毛利率下降系生产投入及原材料成本增加所致。2023年将以速冻及烘焙为主力品项，核心打造日销“早餐场景”，持续提升非粽销售占比。速冻类拓展饭团、江南湿点、汤圆等品类，烘焙类打造第二品牌“嘉湖细点”。分渠道看，2022年连锁门店/电子商务/商超/经销商/其他营收2.88/8.21/3.11/8.2/1.56亿元，同比-41%/-4%/+9%/-18%/+20%，占比12%/34%/13%/34%/7%；2023Q1营收0.79/0.36/0.15/0.53/0.15亿元，同比+20%/-8%/+23%/-65%/-8%，占比40%/18%/8%/27%/8%。截止2023Q1，经销商数量640家，较年初减少67家。公司加速拓展线上直播类新型平台，深耕和下沉

线下渠道，新增连锁新模式业务，增强全渠道竞争优势。分区域看，2022 年华东/华北/华中/华南/西南/西北/东北/境外/电商营收 11.66/3.66/1.20/0.99/0.81/0.15/0.12/0.14/5.22 亿元，同比-17%/-8%/-11%/-14%/-12%/+1%/-10%/-24%/-6%。2023Q1 华东/华北/华中/华南/西南/西北/境外/电商营收 1.35/0.08/0.17/0.02/0.01/0.02/0.05/0.29 亿元，同比-15%/-70%/-52%/-68%/-94%/-36%/+72%/-6%，东北营收 0.28 万元，同比-100%。公司将逐步开发江浙沪区域市县区，华中华南华北地级市和百强县，西北和东北的省会城市、次省会城市、重点城市的空白市场。量价拆分来看，2022 年粽子/月饼销量 4.75/0.32 万吨，同比-14%/+19%，对应吨价 3.68/7.56 万元/吨，同比+1%/-9%。

### 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 2.45/3.30/4.37 元，当前股价对应 PE 分别为 22/16/12 倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、成本上涨、销售季节性波动风险、粽+战略推进不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	2,462	3,057	3,714	4,414
增长率（%）	-14.9%	24.2%	21.5%	18.9%
归母净利润（百万元）	137	252	339	449
增长率（%）	-29.0%	83.1%	34.7%	32.5%
摊薄每股收益（元）	1.36	2.45	3.30	4.37
ROE（%）	8.2%	14.1%	17.5%	20.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	903	1,037	1,240	1,490
应收款	76	84	92	97
存货	262	279	290	317
其他流动资产	85	92	104	110
流动资产合计	1,326	1,492	1,725	2,014
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	633	625	597	562
在建工程	56	22	9	4
无形资产	73	70	66	62
长期股权投资	1	1	1	1
其他非流动资产	293	293	293	293
非流动资产合计	1,056	1,010	965	922
资产总计	2,382	2,502	2,690	2,935
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	227	238	266	281
其他流动负债	248	248	248	248
流动负债合计	551	570	606	626
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	151	151	151	151
非流动负债合计	151	151	151	151
负债合计	702	721	757	777
<b>所有者权益</b>				
股本	101	103	103	103
股东权益	1,680	1,781	1,934	2,158
负债和所有者权益	2,382	2,502	2,690	2,935

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	137	252	339	449
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	44	46	45	43
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	118	-12	4	-17
经营活动现金净流量	299	285	388	475
投资活动现金净流量	-174	42	42	40
筹资活动现金净流量	9	-151	-187	-225
现金流量净额	134	176	244	290

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,462</b>	<b>3,057</b>	<b>3,714</b>	<b>4,414</b>
营业成本	1,539	1,834	2,187	2,544
营业税金及附加	15	17	20	24
销售费用	540	666	806	953
管理费用	169	208	249	291
财务费用	11	-29	-35	-42
研发费用	15	19	23	27
费用合计	735	864	1,043	1,230
资产减值损失	-12	-9	-6	-4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>207</b>	<b>351</b>	<b>471</b>	<b>621</b>
加:营业外收入	3	3	4	5
减:营业外支出	8	4	5	6
<b>利润总额</b>	<b>202</b>	<b>350</b>	<b>470</b>	<b>620</b>
所得税费用	65	98	131	171
<b>净利润</b>	<b>137</b>	<b>252</b>	<b>339</b>	<b>449</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>137</b>	<b>252</b>	<b>339</b>	<b>449</b>

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-14.9%	24.2%	21.5%	18.9%
归母净利润增长率	-29.0%	83.1%	34.7%	32.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	37.5%	40.0%	41.1%	42.4%
四项费用/营收	29.9%	28.3%	28.1%	27.9%
净利率	5.6%	8.2%	9.1%	10.2%
ROE	8.2%	14.1%	17.5%	20.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.5%	28.8%	28.1%	26.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.2	1.4	1.5
应收账款周转率	32.5	36.5	40.6	45.6
存货周转率	5.9	6.6	7.6	8.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.36	2.45	3.30	4.37
P/E	39.1	21.8	16.2	12.2
P/S	2.2	1.8	1.5	1.2
P/B	3.2	3.1	2.8	2.5

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。