

Q1 承压，展望端午备货积极

核心观点

公司即将迎来疫情后首个端午节，渠道端，渠道间互补，发挥全渠道线上线下优势；产品端，积极拓展非粽业务，以速冻及烘焙为主力品项，核心打造日销“早餐场景”，挖掘经销渠道潜力，增补冷链物流资源，助力日销市场的快速增长。今年端午较去年靠后，使得 Q1 的销售额同比减少，但目前经销商备货积极，期待 Q2 端午旺季有突破性表现。

事件

公司发布 2022 年年度报告与 2023 年度一季报。

公司 2022 年全年实现营收+24.62 亿，同比-14.87%，归母净利润+1.37 亿，同比-29.01%，扣非净利润+1.14 亿，同比-24.2%。2022Q4 实现营收+1.99 亿，同比-11.66%，归母净利润-0.91 亿，同比+2%，扣非净利润-1.09 亿，同比-172.25%。

2023Q1 公司实现营收+2.16 亿，同比-28.74%，归母净利润-0.64 亿元，同比-101%。

简评

2022 因疫情端午节令受损严重，解封后迎来修复。

2022 年度实现营业收入 246,209.83 万元，同比下降 14.87%；营业成本 153,905.14 万元，同比下降 13.53%，主要系市场变化导致的连锁门店销售下降及经销商订单减少导致。分产品看，2022 年公司粽子/月饼/餐食/蛋糕营收分别为 17.47/2.39/1.41/2.67 亿元，同比-13%/+9%/-44%/-0.3%，占比 73%/10%/6%/11%，粽子营收下滑严重，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。分地区看，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%，华东主要因销售旺季时期受疫情影响严重。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%。

五芳斋(603237)

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 编号: s1440518060003

SFC 编号: BOT242

余璇

yuxuan@csc.com.cn

19901604634

SAC 编号: S1440521120003

发布日期: 2023 年 05 月 03 日

当前股价: 53.32 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
2.76/0.55	15.59/13.8	58.12/45.78
12 月最高/最低价 (元)		63.0/35.61
总股本 (万股)		10,274.3
流通 A 股 (万股)		2,518.58
总市值 (亿元)		54.78
流通市值 (亿元)		13.43
近 3 月日均成交量 (万股)		152.73
主要股东		
五芳斋集团股份有限公司		29.68%

股价表现



相关研究报告

23.01.13	【中信建投食品加工】五芳斋(603237): 季节性需求影响营收，盈利能力提升
22.10.31	【中信建投食品加工】五芳斋(603237): 季节性需求影响营收，盈利能力提升
22.09.18	【中信建投食品加工】五芳斋(603237): 百年粽王出嘉兴，节令佳品传美名

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%，公司端午节旺季来临，预计营收与利润都将迎来修复。

2022 优化费用投放，2023 期待毛利率改善。

2022 年全年公司毛利率+37.49%，同比-5.75pcts，系疫情导致端午前大量关店所致，2023Q1 公司毛利率+34.67%，同比-5.71pcts，主要因 Q1 面临成本上的压力。公司经营的月饼业务毛利率略有提升，系公司推出多样化的月饼礼盒，产品力提升所致。2022 年公司销售费用率+21.94%，同比-5.16pcts，系疫情影响公司无法开展线下营销活动所致，2023Q1 公司销售费用率+46.52%，同比+9.94pcts。管理费用率 2022 年全年基本保持持平 6.87%，2023Q1 为+19.89%，同增 9.15pcts。归母净利润目前仍为负数有待修复。

积极开拓新品，探索新加盟模式。

公司在保持粽子产品稳定发展的基础上，也在尝试开发第二增长曲线，力求多元化发展，未来希望能围绕二十四节气进行产品铺排。目前公司烘焙糕点子品牌嘉湖细点已经在天猫、抖音开设旗舰店，以江南点心作为核心品类积极创新，绿豆糕、核桃酥等产品获得不错反响。同时，公司在江浙沪不断尝试和探索连锁新模式，已经成立了五芳斋（浙江）食品供应链有限公司，尝试探索以“零售+轻餐饮”为主体思路的小型社区店。

盈利预测与投资建议：公司是传统食品粽子行业的领头企业，具有较强品牌知名度。公司仍处于市占率提升阶段，产能投放和智慧园区的建成有利于公司营收进一步增长。我们预计 2023-2025 年收入分别为 30.79/36.91/43.55 亿元，同比增 25%/20%/18%，归母净利润 2.23/3.02/3.86 亿元，同比增长 62%/36%/28%，维持“增持”评级。

风险提示：

1. 全国拓展不及预期风险：公司销售范围以华东区域为主，占比在 50%左右，而华东以外市场营收增速快于华东区域，若公司在华东以外市场拓展不及预期，可能对公司收入造成较大影响。
2. 新品推广不及预期：公司尝试在烘焙和速冻等领域挖掘新机会，并推出一系列新产品，但新产品和原有粽子产品差异较大，以及消费者口味和喜好差异较大，公司新品推广可能不及预期。
3. 竞争加剧超预期风险：公司所处粽子、月饼、糕点等传统节令食品赛道的竞争加剧将导致广告、促销等市场费用持续增长，影响企业盈利水平。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,892	2,462	3,079	3,691	4,355
增长率(%)	19	-15	25	20	18
净利润(百万元)	194	137	223	302	386
增长率(%)	36	-29	62	36	28
EPS(元/股，摊薄)	1.88	1.34	2.17	2.94	3.76
P/E(倍)	28	40	25	18	14

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

余璇：中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

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2106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