

2023年05月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

麻花龙头再出发，产品渠道齐发力

—桂发祥（002820.SZ）公司事件点评报告

买入(首次)

事件

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

2023年5月19日，桂发祥召开2022年度股东大会。

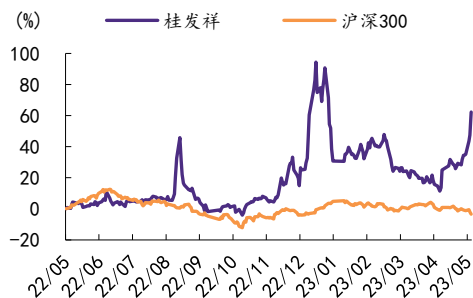
投资要点

基本数据

2023-05-24

当前股价(元)	12.1
总市值(亿元)	24
总股本(百万股)	201
流通股本(百万股)	200
52周价格范围(元)	7.45-15.09
日均成交额(百万元)	146.06

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 发力休闲麻花+糕点，完善天津风味食品系列

产品端：当前公司产品包括麻花、糕点、天津风味方便食品、甘栗、外采食品（其他品牌的天津特色食品等如果仁张）及 OEM 产品（京冀区域的特色产品传统小食）等。1) 今年将重点在线上发力休闲麻花和糕点，在原有特产礼品的基础上额外加配休闲麻花和糕点，并继续提升糕点支柱地位，聚焦新中式糕点；选品将侧重生产线自动化程度高的产品；线下门店将冷链烘焙技术引入门店，实现糕点半成品配送、现场加工，突出新鲜优质；2) 新品方面，近年推出的“嘎巴菜”“茶汤”，将天津特色产品的“原汁原味”方便化、速食化形成公司天津风味特色食品新系列；3) 未来将继续完善天津风味食品系列，同时开发更多新品形成系列；糕点引进新技术和先进设备开发新品，OEM 新品将注重休闲化功能，培育继甘栗系列产品之后又一亮点，补充线上线下渠道。

■ 优先布局华北+华东，线上线下载并驾齐驱

区域扩张：1) 华北和华东地区品牌认可度较高，因此优先布局北京、河北、上海区域，逐步拓展周边及全国，覆盖更多的经销商以及为经销商增加除了特产礼品属性麻花以外的其他产品，继续拓展连锁便利店、零食量贩店、外埠经销等新渠道。2) **线上方面，**以休闲麻花、糕点主打线上渠道，积极布局抖音、快手等新兴电商渠道，适当加大宣传投入，目前线上电商占比 5%，发展空间较大，公司瞄准中式糕点线上渠道发展空间，快速提升电商渠道销量和销售占比从而形成规模效益。公司计划线上线下并驾齐驱，全渠道拓展市场，对外扩张。

■ 盈利预测

我们看好公司作为麻花龙头，积极寻找创新，产品渠道齐发力。预计 2023-2025 年 EPS 为 0.31/0.53/0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 39/23/15 倍，首次覆盖，给予“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、麻花增

长不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	236	474	731	998
增长率 (%)	-41.7%	100.4%	54.4%	36.5%
归母净利润 (百万元)	-71	63	106	165
增长率 (%)	-431.7%		68.5%	55.4%
摊薄每股收益 (元)	-0.35	0.31	0.53	0.82
ROE (%)	-7.4%	6.4%	10.3%	14.9%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	598	631	675	760
应收款	27	32	40	41
存货	37	41	49	57
其他流动资产	13	14	20	25
流动资产合计	674	718	784	883
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	181	203	204	196
在建工程	57	23	9	4
无形资产	36	34	32	31
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	84	84	84	84
非流动资产合计	359	345	329	314
资产总计	1,033	1,063	1,113	1,197
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	14	16	18	20
其他流动负债	33	33	33	33
流动负债合计	48	53	56	58
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	32	32	32	32
非流动负债合计	32	32	32	32
负债合计	80	85	88	90
所有者权益				
股本	201	201	201	201
股东权益	953	978	1,026	1,108
负债和所有者权益	1,033	1,063	1,113	1,197

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-71	63	106	165
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	12	14	15	15
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	37	-6	-19	-12
经营活动现金净流量	-22	71	102	168
投资活动现金净流量	409	12	14	14
筹资活动现金净流量	-355	-38	-58	-82
现金流量净额	33	45	57	99

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	236	474	731	998
营业成本	169	290	438	584
营业税金及附加	3	7	10	12
销售费用	108	95	139	180
管理费用	32	31	47	63
财务费用	-2	-18	-19	-21
研发费用	5	9	15	20
费用合计	144	117	181	241
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	10	1	1	1
营业利润	-71	61	104	163
加:营业外收入	1	3	4	5
减:营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-70	64	108	168
所得税费用	0	1	2	4
净利润	-71	63	106	165
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	-71	63	106	165

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-41.7%	100.4%	54.4%	36.5%
归母净利润增长率	-431.7%		68.5%	55.4%
盈利能力				
毛利率	28.4%	38.7%	40.1%	41.5%
四项费用/营收	61.0%	24.8%	24.8%	24.2%
净利率	-29.9%	13.3%	14.5%	16.5%
ROE	-7.4%	6.4%	10.3%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	7.8%	8.0%	7.9%	7.5%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.4	0.7	0.8
应收账款周转率	8.9	14.6	18.3	24.3
存货周转率	4.5	7.3	9.1	10.4
每股数据(元/股)				
EPS	-0.35	0.31	0.53	0.82
P/E	-34.4	38.7	23.0	14.8
P/S	10.3	5.1	3.3	2.4
P/B	2.6	2.5	2.4	2.2

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6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。本报告清晰准确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。