

2023年05月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

粽子基本盘稳固，小店模型持续打磨

—五芳斋（603237.SH）公司动态研究报告

买入（维持）

投资要点

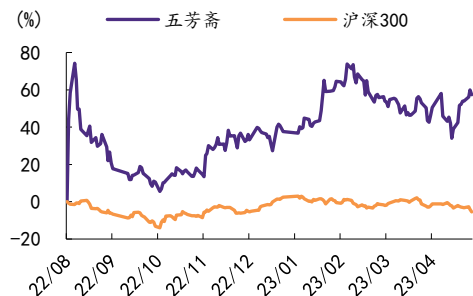
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-05-24

当前股价（元）	52.38
总市值（亿元）	54
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）	110.16

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《五芳斋（603237）：业绩短期承压，关注端午备货进度》2023-04-29
- 2、《五芳斋（603237）：小店模型打磨中，粽+战略持续推进》2023-03-16
- 3、《五芳斋（603237）：老字号再起航，多重举措促发展》2023-02-15

■ 粽子有望量价齐升，持续推进粽+战略

粽子：五芳斋作为主品牌，重点发力中高端，推动品牌溢价及盈利能力提升，同时打造第二品牌弥补中低价位段。长期看粽子有望量价齐升，量增受益于龙头效应加强，粽子逐步日销化，价增来自于产品结构优化及品牌溢价提升。**非粽：**1) 烘焙食品为第二增长曲线，其中月饼走差异化路线，推出高端流心糯月。今年将布局烘焙自有产线，提升自产比例，毛利率改善可期。2) 第三曲线拟开发速度米面产品。

■ 小店模型初有成效，渠道下沉加快推进

渠道端：1) **连锁门店：**餐饮+零售的传统门店将逐步进行关转缩（关店/转型/缩小门店面积），同时探索零售+轻餐饮小型门店模型。目前已初有成效，有望加快加盟节奏。2) **经销渠道：**当前全国区域布局已基本完善，未来拓展一方面是推进三四线城市渠道下沉，另一方面是开发烘焙及速冻类经销商资源。3) **新兴渠道：**积极布局抖音、快手等渠道。**区域扩张：**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，布局西北和东北省会、重点城市和空白市场，完善全国销售网络布局。

■ 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 21/16/12 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
流动资产:				
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
非流动资产:				
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
流动负债:				
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
非流动负债:				
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
所有者权益				
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

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,462	3,057	3,714	4,414
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
营业利润	207	351	471	621
加:营业外收入	3	3	4	5
减:营业外支出	8	4	5	6
利润总额	202	350	470	620
所得税费用	65	98	131	171
净利润	137	252	339	449
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	137	252	339	449

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
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%
盈利能力				
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%
偿债能力				
资产负债率	29.5%	28.8%	28.1%	26.5%
营运能力				
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
每股数据(元/股)				
EPS	1.36	2.45	3.30	4.37
P/E	38.4	21.4	15.9	12.0
P/S	2.1	1.8	1.4	1.2
P/B	3.1	3.0	2.8	2.5

■ 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。