

五芳斋 (603237.SH)

百年品牌焕新颜，节令佳品再飘香

2023年05月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790122020008

日期	2023/5/29
当前股价(元)	52.25
一年最高最低(元)	63.00/35.61
总市值(亿元)	53.68
流通市值(亿元)	13.16
总股本(亿股)	1.03
流通股本(亿股)	0.25
近3个月换手率(%)	305.35

● 品类扩张路径清晰，长期成长性充足，首次覆盖给予“增持”评级

公司在粽类产品上，通过创新口味和扩宽日销场景等措施，挖掘主业成长潜力；并积极布局节令和日销食品，持续优化第二成长曲线，通过全渠道网络布局，向华东以外市场拓展。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 2.2 亿元、2.8 亿元、3.6 亿元，分别同比+57.2%、+30.9%、+27.3%，EPS 分别为 2.10、2.75、3.50 元，当前股价对应 PE 分别为 24.8、19.0、14.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 通过结构优化+提升日销，粽子仍具有成长空间

2021 年粽子市场规模超 80 亿元，2018-2021 年规模 CAGR 约 7.3%，五芳斋作为行业龙头品牌，线上线下销售份额明显领先于竞品。公司通过聚焦礼盒粽子优化产品结构，2018-2021 年粽子收入 CAGR 达 10.2%，2022 年疫情影响下均价和毛利率依然提升。此外，公司加大粽子日销场景开发和消费群体拓新，通过创新形状和口味、品牌联名、大客户代工等方式，持续深挖粽子业务长期成长空间。

● 以传统节令场景为主线，早餐、下午茶等日销场景为支线，持续品类扩张

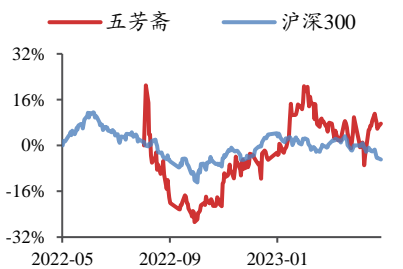
依托于五芳斋百年老字号品牌以及成熟的产品运营管理优势，公司以传统节令场景为主线持续布局节令食品，月饼业务快速发展，2019-2022 年收入 CAGR 达 16.0%。同时，公司加大早餐、下午茶等日销场景开发，推出饭团、馄饨等速冻食品，以及绿豆糕、桃酥等烘焙食品，其中绿豆糕、青团产品在 2022 年实现较好的销售规模。随着节令和日销场景的深度开发，非粽类食品将成为新驱动力。

● 疫后复苏带来短期弹性，股权激励激发长跑动力

疫情放开之后，节假日的探亲、走访需求恢复，节令礼品成为刚需和消费亮点，公司粽子、月饼等礼品恢复弹性较大。同时，线下人流量快速恢复，连锁门店和经销业务有望恢复增长。公司激励机制和管理能力优秀，2023 年公司首次推出股权激励计划，要求 2023-2025 年营收和扣非净利润复合增速分别不低于 18.19% 和 18.06%，激励计划将有效激发核心人员积极性，为中长期发展提供充足动力。

● 风险提示：产品发展不及预期、食品安全问题、市场拓展不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,892	2,462	3,094	3,648	4,213
YOY(%)	19.5	-14.9	25.7	17.9	15.5
归母净利润(百万元)	194	137	216	283	360
YOY(%)	36.3	-29.0	57.2	30.9	27.3
毛利率(%)	38.5	37.5	40.4	41.5	42.6
净利率(%)	6.7	5.6	7.0	7.8	8.5
ROE(%)	22.8	8.2	11.4	13.0	14.2
EPS(摊薄/元)	1.88	1.34	2.10	2.75	3.50
P/E(倍)	27.7	39.0	24.8	19.0	14.9
P/B(倍)	6.3	3.2	2.8	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 五芳斋：百年老字号，江南粽子王	5
1.1、 历史：百年粽子发展，立足嘉兴拓展全国	5
1.2、 管理：股权结构集中，高管经验丰富	6
1.3、 产品：粽子贡献主要收入，月饼打造新增长点	7
1.4、 业绩：疫情影响业绩表现，2023 年有望弹性增长	9
2、 行业：传统节日氛围渐浓，粽子、月饼市场持续扩大	10
2.1、 百亿粽子市场，五芳斋为龙头品牌	10
2.2、 月饼市场持续扩容，行业格局较为分散	12
3、 公司：百年老字号焕发新活力，长期成长潜力充足	15
3.1、 品牌：老字号价值深入人心，创新营销年轻化发展	15
3.2、 粽类：结构优化+拓新场景，深挖主业成长潜力	17
3.2.1、 百年工艺保障品质，粽子供应链优势明显	17
3.2.2、 礼盒粽子优化产品结构，量价有望持续提升	18
3.2.3、 扩宽日销场景和消费群体，粽类具备长期成长空间	20
3.3、 非粽类：布局节令和日销美食，打造成长新驱动力	22
3.3.1、 月饼发展初具规模，毛利和单价提升空间较大	22
3.3.2、 围绕传统节日令和日销场景，构建烘培和速冻品类群	23
3.4、 渠道：深入布局全渠道营销，线上线下协调发展	25
3.5、 市场：华东为大本营，加速全国市场扩张	27
3.6、 产能：募投项目提升产品自产率，单位成本下降带动毛利提升	28
3.7、 激励：首次推出股权激励，有效激发企业活力	30
4、 盈利预测与投资建议	31
5、 风险提示	33
附：财务预测摘要	34

图表目录

图 1： 五芳斋自成立至今已有百年发展历史	6
图 2： 公司股权结构较为集中	6
图 3： 公司产品按类型主要分为四类	8
图 4： 2018 年以来月饼营收（亿元）保持稳步增长趋势	8
图 5： 粽子业务贡献公司主要营收	8
图 6： 2018-2021 年公司营收基本保持稳步增长	9
图 7： 2022 年公司利润受疫情影响较大	9
图 8： 2018-2021 年毛利率和净利率相对稳定	9
图 9： 餐食和粽子业务毛利率最高	9
图 10： 公司营收（亿元）主要在二季度体现	10
图 11： 2022 年第二季度营收占全年比重达 61%	10
图 12： 2018-2021 年粽子规模 CAGR 达 7.3%	10
图 13： 粽子具备文化、礼品和便捷性等特点	10
图 14： 五芳斋为粽子行业的龙头企业	11
图 15： 2022 年中国粽子品牌排行榜中五芳斋位列第一	11

图 16:	2019 年端午节商超渠道五芳斋粽子市占率 30.2%	11
图 17:	2021 年五芳斋线上粽子市场市占率达 37%	11
图 18:	南方市场主要以咸粽为主	12
图 19:	2021 年线上粽子销售中 70%产自于浙江嘉兴	12
图 20:	除自吃外送礼为粽子第一大消费场景	12
图 21:	2020 年粽子主要消费价格集中在 100-200 元	12
图 22:	2015-2022 年中国月饼市场规模 CAGR 达 9.2%	13
图 23:	2015-2022 年中国月饼产量 CAGR 达 4.2%	13
图 24:	2022 年月饼消费主要用于家庭共享和送礼	13
图 25:	2022 年月饼消费者购买时间主要在节前一个月内	13
图 26:	2022 年礼盒月饼市场规模预计达 188 亿元	14
图 27:	2022 年中国消费者购买单个月饼礼盒金额集中在 100-300 元	14
图 28:	2020 年中秋月饼线下销售五芳斋占比 8.6%	15
图 29:	2020 年中秋月饼线上销售五芳斋占比 9.3%	15
图 30:	五芳斋推出多部影视广告作品	17
图 31:	五芳斋进军元宇宙带来新消费体验	17
图 32:	五芳斋与知名品牌联手合作	17
图 33:	五芳斋与麦德龙合作创新开启店中店模式	17
图 34:	五芳斋积极拓展上下游产业	18
图 35:	2018-2021 年公司粽子营收 CAGR 达 10.16%	20
图 36:	2018-2021 年公司粽子销量 CAGR 达 6.78%	20
图 37:	2022 年粽子产品单价 (元/100g) 延续提升趋势	20
图 38:	2022 年疫情影响下粽子毛利率稳步提升	20
图 39:	公司推出 50g 玲珑小粽品牌“啊呜一口”	21
图 40:	公司持续开发多样化粽子口味	21
图 41:	2016 年公司首次与迪士尼和漫威开展联名合作	21
图 42:	近年来公司陆续与国内潮流品牌建立合作关系	21
图 43:	五芳斋月饼种类丰富	22
图 44:	2019-2022 年月饼收入 CAGR 达 16.0%	23
图 45:	2019-2022 年月饼销量 CAGR 达 12.7%	23
图 46:	2019-2022 年五芳斋月饼单价 CAGR 达 2.8%	23
图 47:	五芳斋月饼毛利率低于行业平均水平	23
图 48:	公司多品类多领域布局	24
图 49:	2018-2022 年其他非粽类产品收入 CAGR 达 5.0%	25
图 50:	2022 年其他非粽类食品收入占比提升至 11%	25
图 51:	公司建立全渠道营销网络	25
图 52:	2022 年公司针对连锁门店进行优化	26
图 53:	2022 年受疫情影响连锁门店单店收入下滑	26
图 54:	2022 年末公司共有经销商 707 家	27
图 55:	2022 年末公司华东地区经销商占比达 70%	27
图 56:	2019-2022 年电子商务收入 CAGR 达 16.8%	27
图 57:	2022 年电子商务成为公司第一大板块	27
图 58:	电商、华北、西北等区域营收 (亿元) 增速较快	28
图 59:	华东区域贡献公司主要营收	28
图 60:	2021 年二季度粽子产量占全年产量的 74.0%	29

图 61: 二季度产能利用率 (%) 较其他时间明显更高	29
图 62: 2021 年粽子委外生产数量达 11,040 万只	29
图 63: 2021 年粽子委外加工产量占比达 24.4%	29
表 1: 核心管理层经验丰富	7
表 2: 不同派系月饼品牌布局市场存在差异	14
表 3: 五芳斋品牌多次获得国家级、省级奖项	15
表 4: 五芳斋加大线上和线下的品牌和产品推广	16
表 5: 公司礼盒粽子满足不同消费群体需求	19
表 6: 粽子委外加工单位成本较高	29
表 7: 募投项目将扩建粽子、烘焙等产品产能	30
表 8: 公司股权激励覆盖范围较广	30
表 9: 股权激励业绩考核指标设置合理	31
表 10: 收入拆分	32
表 11: 可比公司估值: 五芳斋估值处于行业平均水平	33

1、五芳斋：百年老字号，江南粽子王

1.1、历史：百年粽子发展，立足嘉兴拓展全国

五芳斋以生产粽子起家，其传承明清时期的“嘉湖细点”制作工艺，并在此基础上不断改造创新，目前公司已形成以粽子为主导，集月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等食品为一体的产品群。五芳斋历史发展过程可以分为以下四个阶段：

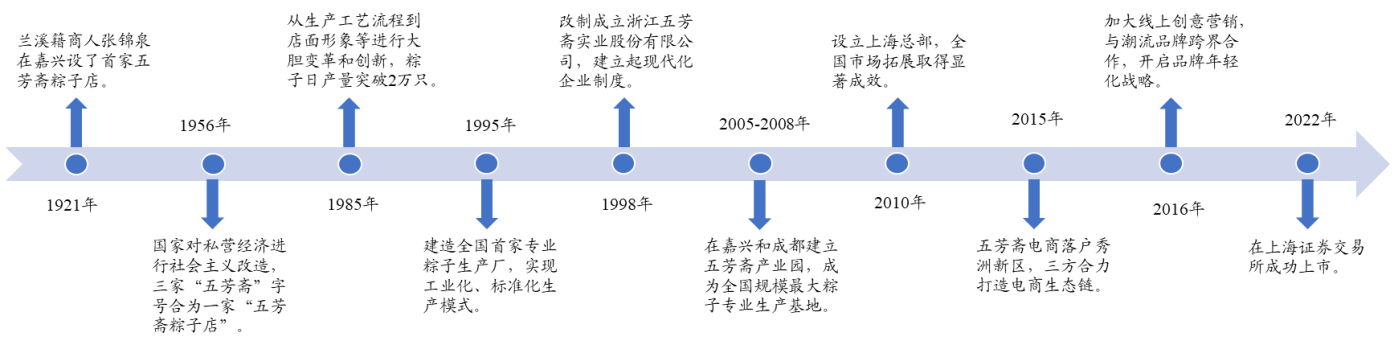
1921-1980 年：嘉兴生产粽子起家，坚守品质和工艺奠定发展基础。1921 年兰溪籍商人张锦泉在嘉兴开了首家“五芳斋”粽子店，主要经营火腿鸡肉粽和重油夹沙粽，粽子店因其独特工艺和风味在嘉兴地区名声鹤起，被誉为“粽子大王”。1956 年国家私营经济进行社会主义改造，五芳斋各家分店合并为五芳斋粽子店，同时为了扩大粽子店的名声，五芳斋坚持对生产原料和工艺严格要求，为后来发展壮大奠定基础。

1981-1997 年：从前店后坊传统经营模式转向工业化、标准化生产。1985 年国家提供金融补贴政策扶持传统品牌发展，五芳斋粽子店开始进行大规模改造，从生产器具、煮粽炉子、工艺流程到店面形象进行了变革和创新，粽子日产量突破 2 万只，品牌逐渐在江、浙、沪一带声名远播。为加快粽子发展进程，1995 年五芳斋投资数千万元在嘉兴建立全国首家专业粽子生产厂，正式告别前店后坊的传统经营模式，实现了工业化、标准化生产。

1998-2015 年：生产经营规模化发展，立足嘉兴拓展全国。1998 年五芳斋经改制后成立浙江五芳斋实业股份有限公司，建立起现代化企业制度，并以嘉兴为起点，开始向全国市场逐步扩展。2005 年和 2008 年公司分别在嘉兴和成都建立粽子生产基地，迈出了全国市场战略布局的第一步。2010 年公司设立上海总部，并在同年成为上海世博会园区餐饮服务供应商之一。此外，公司持续加快线下门店布局，陆续在嘉兴、武汉、上海、杭州等华东主要城市建立了数百家线下餐饮和连锁门店，市场布局持续扩大。

2015 年至今：打造线上电商生态链，老字号品牌彰显新活力。公司早在 2009 年便开始涉及电商业务，但规模体量一直较小，2015 年公司在秀洲新区正式成立电商生态链，并逐步建立电商业务团队，覆盖淘宝、京东等大部分电商平台。同时，随着年轻消费群体的崛起，2016 年公司开启品牌年轻化战略，陆续与国际和国内潮流时尚品牌合作，联名推出定制产品，并通过营销广告、微电影、宣传片等新颖方式，主动拉近与年轻消费者的沟通距离，电商业务得到快速发展。2022 年公司成功在上海证券交易所上市。

图1: 五芳斋自成立至今已有百年发展历史

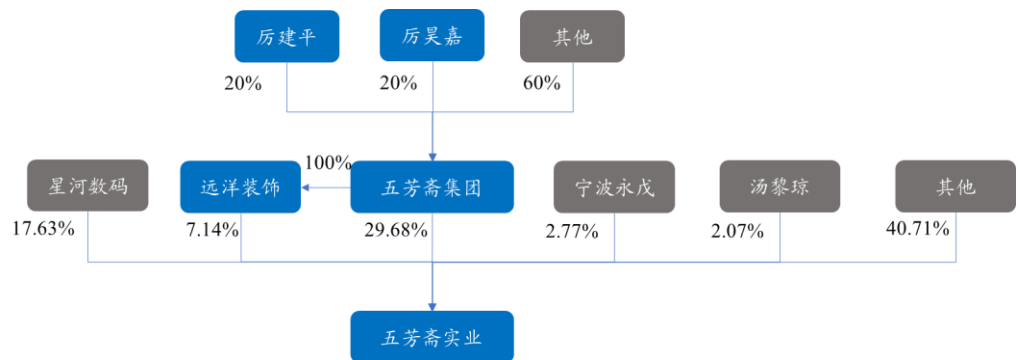


资料来源: 公司官网、王府井公众号、开源证券研究所

1.2、管理：股权结构集中，高管经验丰富

股权结构稳定，厉建平和厉昊嘉为公司实际控制人。厉建平和厉昊嘉二人为父子关系，共计持有五芳斋集团 40%股份，同时集团其他四位主要股东（共计持有五芳斋集团 29%股份）在股东大会表决时将与厉建平、厉昊嘉二人保持一致。因此，厉建平、厉昊嘉二人能影响五芳斋集团 69%股份对应的表决权，从而间接控制五芳斋实业 36.82%的股份，为公司实际控制人。

图2: 公司股权结构较为集中



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截止 2023 年一季报)

公司管理层稳定且经验丰富。公司核心管理层较为稳定，且深耕行业多年，董事长厉建平和副董事长魏荣明进入公司时间较早，对公司业务和发展较为熟悉，管理经验丰富。总经理马建忠在公司履历丰富，历任市场部经理、电子商务总经理等职位，对公司经营战略和业务发展有深入理解。

表1: 核心管理层经验丰富

姓名	职位	履历
厉建平	董事长, 董事	1995 年至今, 任五芳斋集团董事长; 2002 年至今, 任浙江五芳斋实业股份有限公司董事长。
魏荣明	副董事长, 董事	1993 年 2 月至 2015 年 9 月, 历任浙江五芳斋实业股份有限公司总经理, 副董事长; 2015 年 9 月至 2017 年 5 月, 任五芳斋集团副董事长; 2017 年 6 月至今, 任浙江五芳斋实业股份有限公司副董事长。
马建忠	总经理	1997-2018 年历任公司市场部经理、电子商务总经理、挑拾生鲜总经理、监事、副总经理兼全渠道营销中心总经理; 2018 年 12 月至今担任浙江五芳斋实业股份有限公司总经理和公司董事。
马冬达	副总经理	曾任任杭州佑康食品有限公司分公司经理, 2010-2015 年, 历任五芳斋嘉兴分公司经理、绍兴分公司经理、销售管理部经理、武汉大区经理; 2016 年至今, 历任五芳斋物流中心经理, 全渠道营销中心总经理, 目前担任公司副总经理。
徐炜	副总经理	1999 年至今, 历任五芳斋办公室秘书、副主任、主任; 集团办公室副主任、运营管控部总经理、总裁秘书; 公司运营管控部总经理, 品牌总监; 目前公司副总经理。
厉昊嘉	总审计师	2018 年 2 月 2020 年 1 月, 任浙江五芳斋实业股份有限公司董事会秘书; 2018 年 6 月至 2022 年 10 月, 任浙江五芳斋实业股份有限公司董事; 2020 年 1 月至今, 任浙江五芳斋实业股份有限公司总审计师。
于莹茜	董事会秘书	先后就职于富邦华一银行, 诺亚正行基金销售有限公司。2019 年 5 月起任职浙江五芳斋实业股份有限公司, 现任浙江五芳斋实业股份有限公司董事会秘书。

资料来源: Wind、开源证券研究所

1.3、产品: 粽子贡献主要收入, 月饼打造新增长点

公司以粽子为主导, 不断丰富食品种类。目前公司产品按类型可以分为四类, 粽子系列、月饼系列、餐食系列和蛋制品、糕点及其他。其中粽子为公司核心业务, 以生产鲜粽、速冻粽、真空粽、礼盒粽为主。月饼为近年来重点发展产品, 销售礼盒月饼、糯月饼等, 收入保持较快增长。餐食业务只在线下连锁门店经营, 主要销售中式正餐产品, 包括米饭套餐、汤面、烧麦等。蛋制品、糕点及其他业务包括中式烘焙、速冻、咸鸭蛋等食品。公司未来将通过新品开发和创新, 不断扩宽消费场景和覆盖人群。

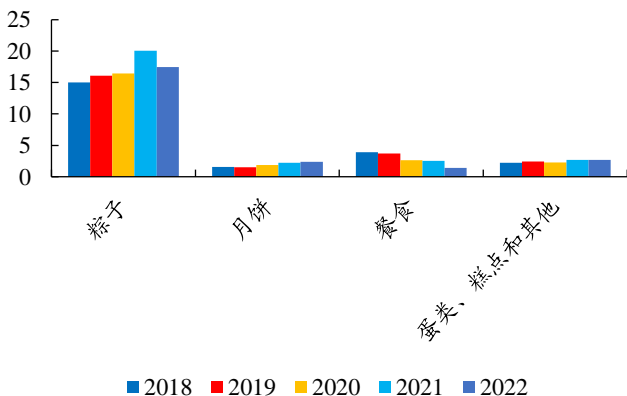
图3: 公司产品按类型主要分为四类



资料来源: 公司招股说明书、Wind、开源证券研究所

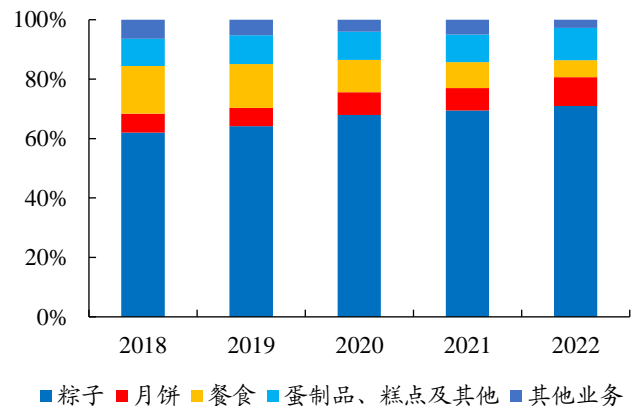
粽子保障业绩基本盘, 月饼有望成为新一增长点。公司粽子业务为业绩基本盘, 2022年粽子业务实现收入17.5亿元, 营收占比达71.0%。月饼业务近年来发展良好, 2018年以来保持稳步增长趋势, 2022年营收占比提升至10%, 未来有望成为公司第二增长曲线。餐食业务收入逐年下滑, 主要由于餐食业务仅在公司线下门店经营, 在疫情期间受影响较大, 2022年业务收入仅为1.4亿元。蛋制品、糕点和其他食品近年维持稳步增长, 2022年实现收入为2.7亿元, 营收占比提升至11%。

图4: 2018年以来月饼营收(亿元)保持稳步增长趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 粽子业务贡献公司主要营收

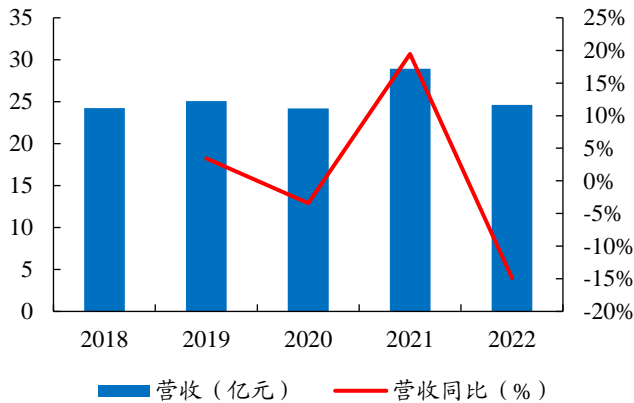


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、业绩：疫情影响业绩表现，2023 年有望弹性增长

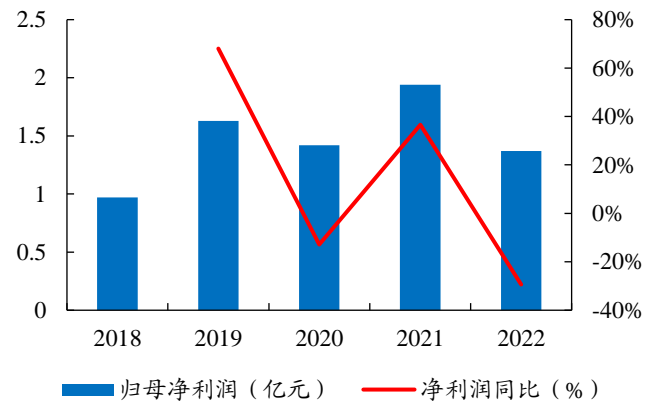
疫情下公司业绩平稳增长，2022 年华东疫情影响业绩表现。2020-2021 年公司生产经营虽然受到疫情反复扰动，但业绩表现相对稳健，2018-2021 年营收和净利润 CAGR 分别为 6.1%和 26.0%。2022 年华东地区疫情较为严重，多地线下场景和交通物流受限，导致公司生产和销售受到较大影响，2022 年营收和净利润出现下滑。

图6：2018-2021 年公司营收基本保持稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

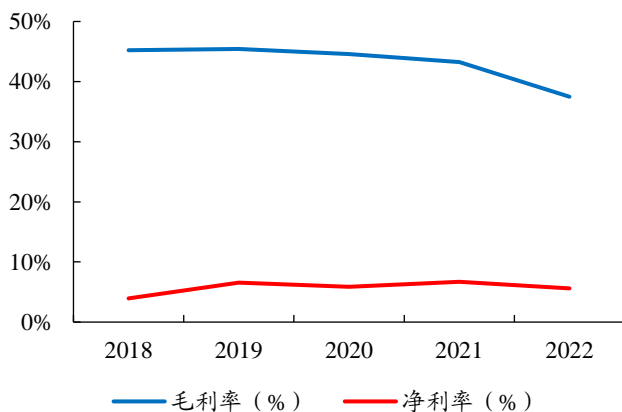
图7：2022 年公司利润受疫情影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

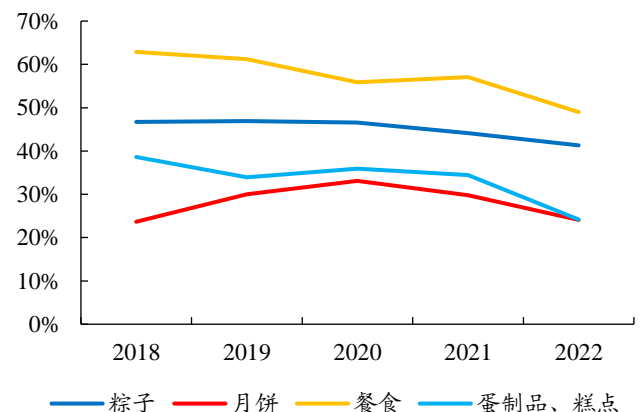
疫情下盈利能力相对稳定，2023 年有望逐步改善。2018-2021 年公司盈利能力相对稳定，毛利率水平基本稳定在 43-45%，同时随着成本优化以及费用薄摊，净利率基本呈现提升趋势。2022 年受到华东疫情影响、原材料成本上涨以及收入下滑等多方面因素，公司毛利率有所下滑。2023 年随着消费场景和消费水平逐步复苏，公司核心业务收入有望恢复增长趋势，规模化效应下费用率有望下行，带动各板块毛利率逐步改善。

图8：2018-2021 年毛利率和净利率相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：餐食和粽子业务毛利率最高

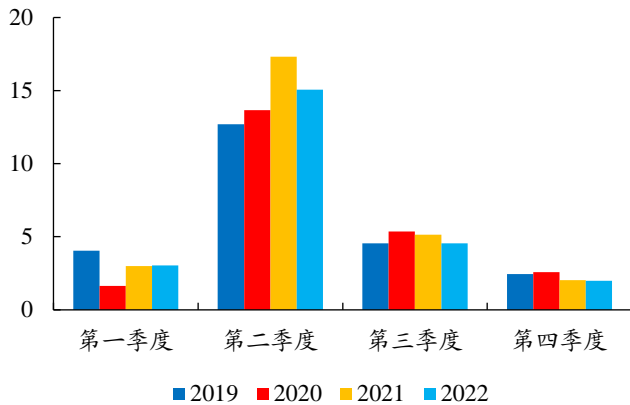


数据来源：Wind、开源证券研究所

粽子季节性特征明显，二季度是公司销售旺季，2023 年二季度收入增长弹性较大。公司核心产品粽子为传统节令食品，销售主要集中在端午节前后，而其他业务占比相对较小，因此公司营收呈现明显季节性特征，二季度是全年销售和收入的最旺季节。2022 年二季度受到华东疫情影响，公司营收基数相对较低。2023 年疫情放开之后，节假日的探亲、走访需求恢复，粽子作为节令刚需食品，有望带动二季度

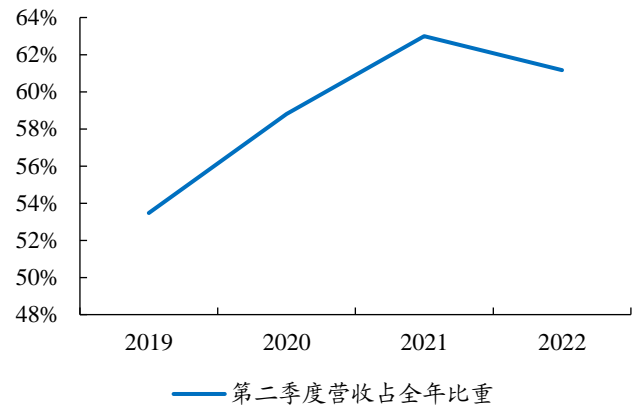
营收出现弹性增长。

图10: 公司营收(亿元)主要在二季度体现



数据来源: 公司招股说明书、Wind、开源证券研究所

图11: 2022年第二季度营收占全年比重达61%



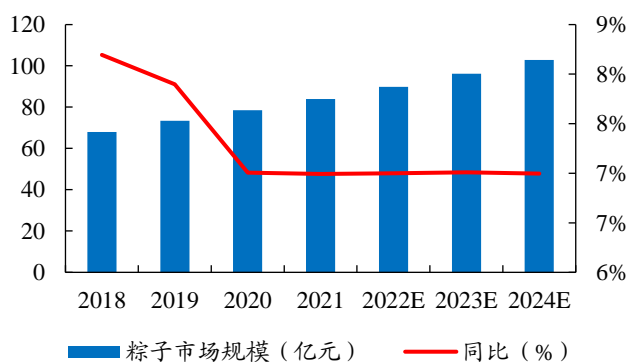
数据来源: 公司招股说明书、Wind、开源证券研究所

2、行业: 传统节日氛围渐浓, 粽子、月饼市场持续扩大

2.1、百亿粽子市场, 五芳斋为龙头品牌

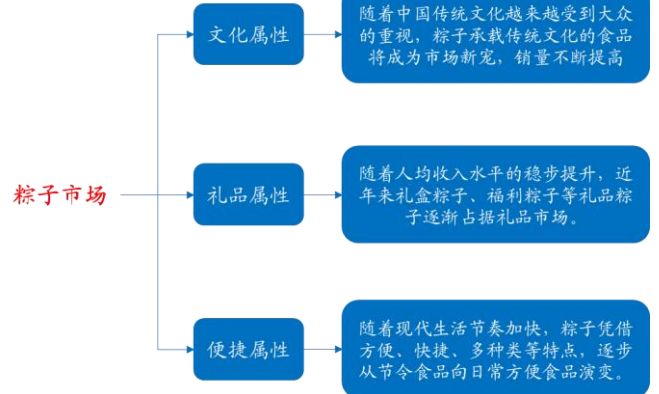
受益于文化、礼品和便捷属性, 粽子市场规模保持稳步增长态势。2018年我国粽子市场规模近70亿元, 2021年增长至84亿元左右, 2018-2021年规模CAGR达7.3%。随着端午节传统文化的回归和弘扬, 粽子作为端午节的传统美食, 其节令食品功能和礼品属性将不断凸显, 同时由于粽子具有便捷性, 未来粽子将逐步向日常方便食品演变。根据华经产业研究院预测, 预计未来3-5年粽子市场仍将保持良好发展, 年均复合增速有望维持在7%左右, 2024年市场规模将突破百亿元。

图12: 2018-2021年粽子规模CAGR达7.3%



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图13: 粽子具备文化、礼品和便捷性等特点

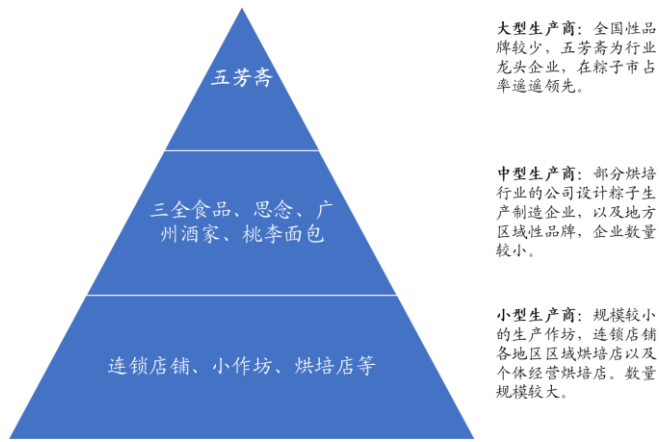


资料来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

粽子市场中小企业较多, 五芳斋为行业龙头品牌。近年来, 随着我国粽子规模不断扩大, 粽子相关企业数量逐年增加, 2021年我国现存粽子相关企业共5349家, 2020和2021年分别增加1020家和591家。虽然行业整体入局者众多, 但大部分为生产规模较小的生产商或生产作坊。目前粽子市场行业格局呈现“一超多强”, 五芳斋作为行业龙头品牌, 占据主要市场份额。2019年端午节商超渠道中五芳斋市占率

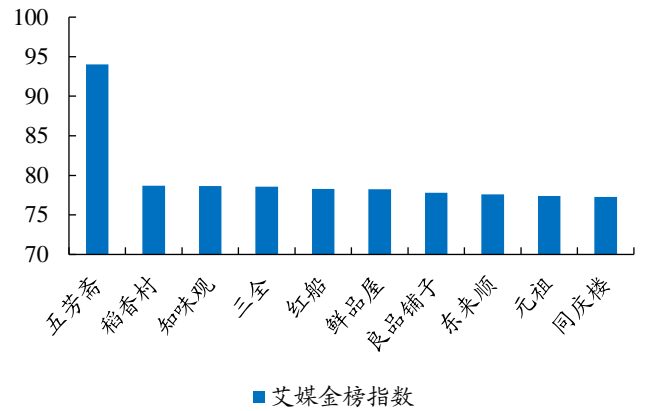
达 30.2%，2021 年根据魔镜市场情报数据，五芳斋线上粽子市场份额达 37%，相较于其他品牌具备明显优势。

图14：五芳斋为粽子行业的龙头企业



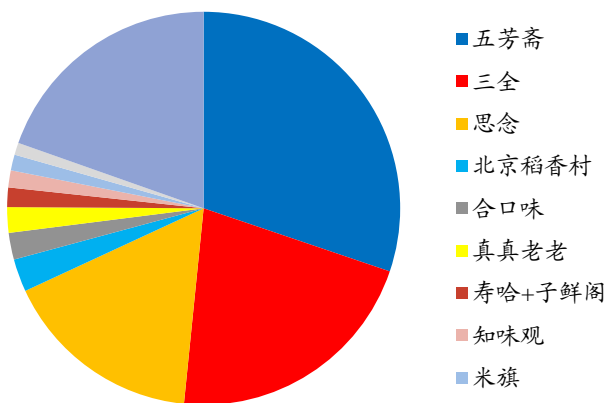
资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图15：2022 年中国粽子品牌排行榜中五芳斋位列第一



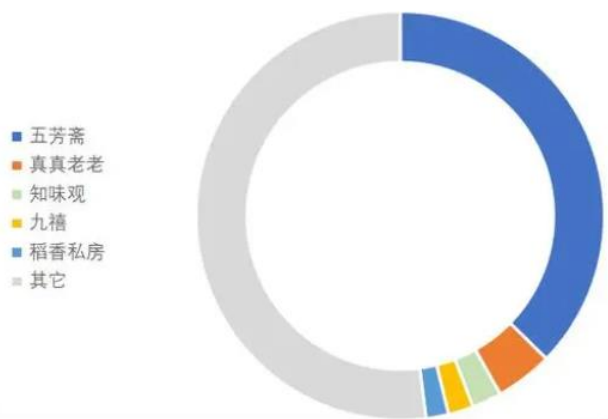
数据来源：艾媒金榜、开源证券研究所

图16：2019 年端午节商超渠道五芳斋粽子市占率 30.2%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图17：2021 年五芳斋线上粽子市场市占率达 37%



资料来源：魔镜市场情报公众号

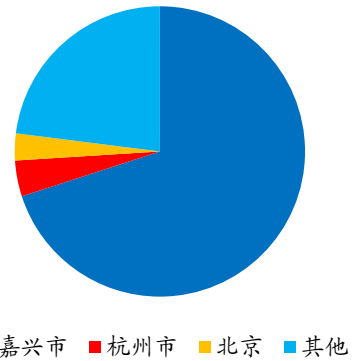
南方粽子市场份额较大，浙江嘉兴为粽子核心产地之一，五芳斋为当地代表品牌。我国粽子从口味上可以划分为“北甜粽、南咸粽”，从粽子馅料看，北方主要以大枣、蜜枣、红枣为主馅料的甜粽，市场份额占比约 23%；而南方主要以咸味肉粽为主，馅料包括五花肉、豆沙、火腿等，市场份额占比约 77%。此外，在南方粽子市场中，浙江嘉兴粽子最为出名，根据魔镜市场情报数据显示，2021 年线上粽子销售中 70%产自于嘉兴地区，而五芳斋为当地最著名品牌。

图18: 南方市场主要以咸粽为主



资料来源: 魔镜市场情报公众号

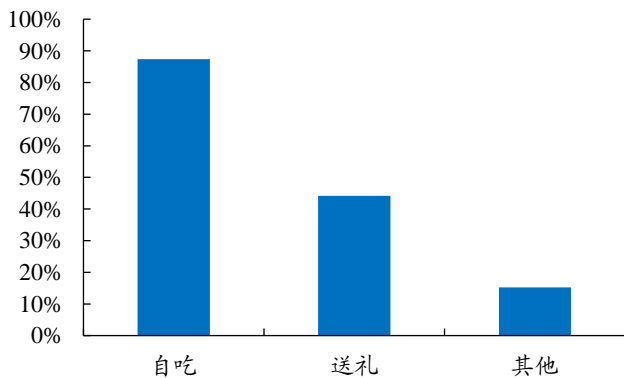
图19: 2021年线上粽子销售中70%产自于浙江嘉兴



数据来源: 魔镜市场情报公众号、开源证券研究所

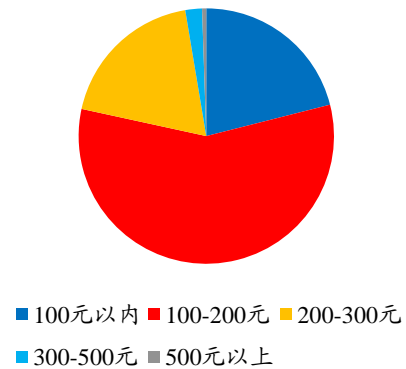
送礼为粽子重要消费场景，礼盒粽子有望推动主流价格带持续提升。随着传统文化氛围渐浓和人均收入水平提升，粽子的社交属性受到越来越多的消费者关注。在粽子消费场景中，除了买给自己食用外，送礼是粽子第一大消费场景，礼盒粽子逐渐成为部分消费者在端午期间的刚需产品。此外，受益于礼盒产品的发展，粽子主流消费价格也有望持续提升，2020年消费者购买粽子价格主要集中在100-200元，200元以上市场仍有较大发展空间。

图20: 除自吃外送礼为粽子第一大消费场景



数据来源: 《2020 粽子消费测评报告》、开源证券研究所

图21: 2020年粽子主要消费价格集中在100-200元

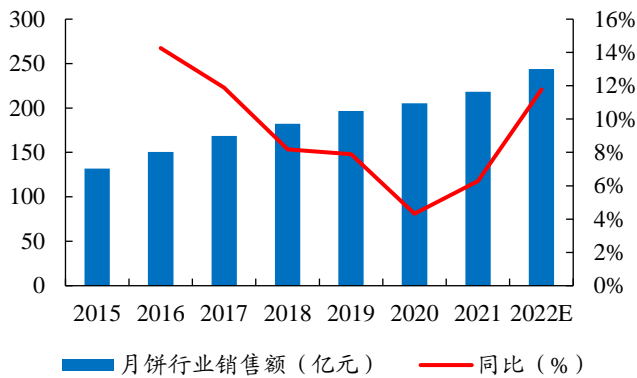


数据来源: 时代数据、开源证券研究所

2.2、月饼市场持续扩容，行业格局较为分散

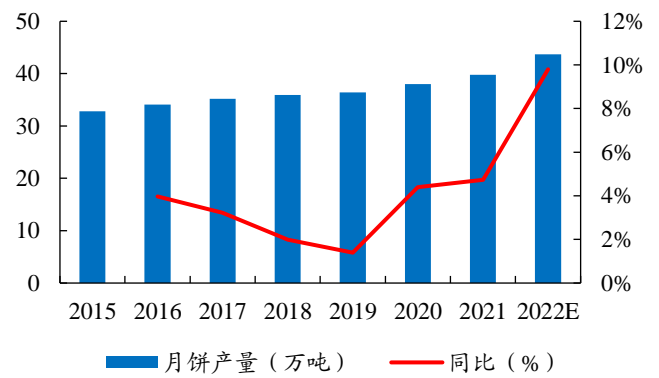
中秋氛围渐浓和居民消费力增强下，月饼市场需求持续增加。月饼是中国传统糕点之一，具有悠久的历史和文化底蕴，其象征团圆和睦，具有礼品与节令食品双重属性，本质上具备需求刚性，购买月饼赠送亲友和家庭食用已成为中秋节最重要的仪式之一。根据艾媒咨询数据，2015-2021年中国月饼销售额呈上升趋势，预计2022年中国月饼销售额接近250亿元，2015-2022年规模CAGR达9.2%。同时月饼产量也持续增长，2022年月饼产量预计超40万吨，2015-2022年销量CAGR达4.2%。

图22: 2015-2022年中国月饼市场规模 CAGR 达 9.2%



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

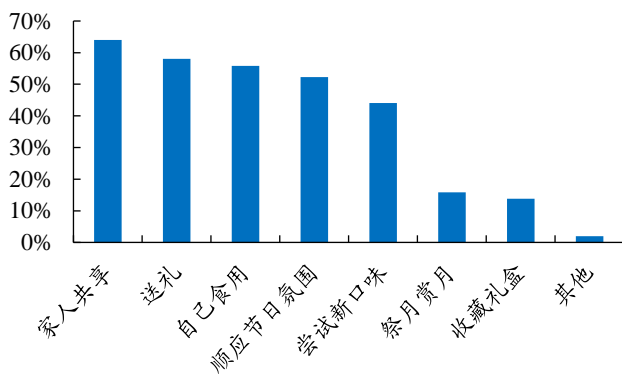
图23: 2015-2022年中国月饼产量 CAGR 达 4.2%



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

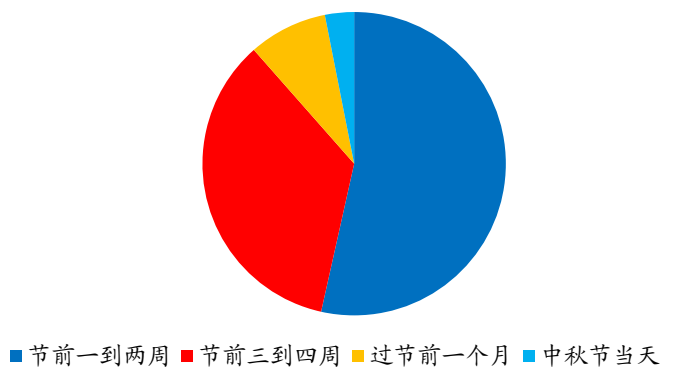
月饼具有较强的社交属性和季节属性，消费者更加青睐价格较高的礼盒月饼。月饼在中秋期间象征团圆和谐，买月饼用于与家人共享和作为礼物送给亲友已经成为中秋节最重要的仪式之一。同时月饼具有鲜明的季节性，月饼消费基本集中在中秋前一个月内。在月饼独特的社交送礼和季节属性下，消费者对于具有精美包装和良好品质的礼盒月饼需求日益旺盛，推动礼盒月饼市场规模快速增长。根据艾媒咨询数据，2022年礼盒月饼市场预计达188亿元，占月饼销售总规模近80%，并且礼盒月饼人均消费价格较高，基本集中在100-300元之间。

图24: 2022年月饼消费主要用于家庭共享和送礼

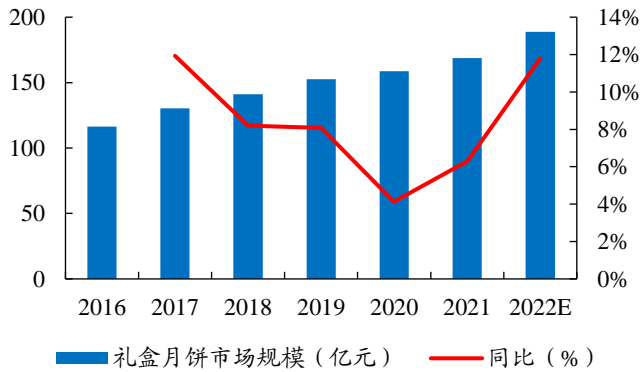


数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

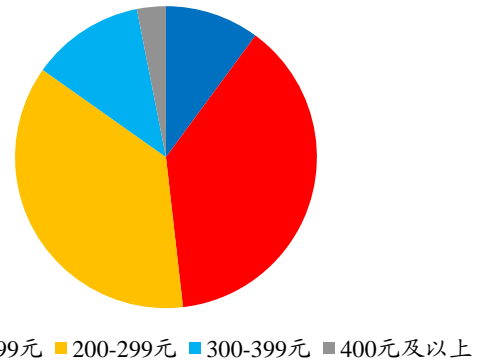
图25: 2022年月饼消费者购买时间主要在节前一个月



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

图26: 2022年礼盒月饼市场规模预计达188亿元


数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

图27: 2022年中国消费者购买单个月饼礼盒金额集中在100-300元


数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

月饼市场布局较为分散，不同派系月饼形成错位竞争。我国的月饼历史源远流长，由于全国各地饮食习俗不同，月饼在历史发展中形成了广式、京式、苏式、滇式等九大派系，口味多达几十种。不同饮食习俗导致月饼品牌市场格局较为分散，不同品牌主要销售市场存在差异，相互形成错位竞争。从主流品牌分布看，广州酒家、华美食品以及港式月饼的元朗荣华、香港美心主要布局在广东和中国香港市场；苏氏月饼生产企业苏州稻香村、五芳斋等，主要布局华东市场；滇式月饼代表品牌嘉华食品主要在云南市场销售。

表2: 不同派系月饼品牌布局市场存在差异

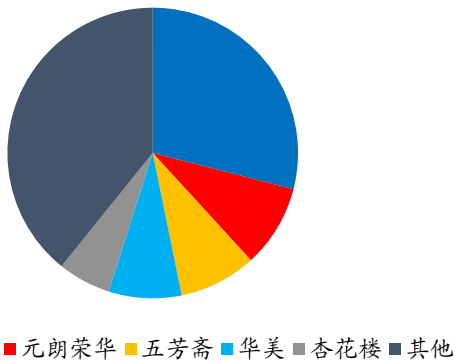
派系	特点	代表品牌	品牌定位	主要市场
广式月饼	主要特点是重油，皮薄、陷多。馅料多选用当地著名特产，在工艺上，制皮、制馅均有独到之处，外皮棕红有光，并有清晰图案；馅心重在味道和质地。	广州酒家	中高端	广东
		陶陶居	中高端	广东
		华美食品	中高端	广东
苏式月饼	苏式月饼，皮层酥松，色泽美观，馅料肥而不腻，口感酥酥。	苏州稻香村	中端	江苏
		五芳斋	中端	浙江
		元祖股份	中端	上海
京式月饼	主要特点是甜度及皮馅比适中，一般皮馅比为2:3，重用麻油，口味清甜，口感脆松，外形精美，皮薄酥软，层次分明。	北京稻香村	中端	北京
港式月饼	主要拥有油脂含量低、糖分低的特点，在制作的过程当中，一般会采用冰皮或者桃山皮作为月饼的皮，在制作的过程当中，通常会使用橄榄油。	香港美心 元朗荣华	高端 高端	香港 香港
滇式月饼	主要特点是馅料采用了滇式火腿，饼皮疏松，馅料咸甜适口，有独特的滇式火腿香味。具有酥、松、香的特色，其外观褐黄且略硬，食用时酥而不散，故俗称“硬壳火腿饼”。	嘉华食品	中端	云南

资料来源: 智研咨询公众号、开源证券研究所

五芳斋月饼在华东区域品牌优势明显，市场份额有较大提升空间。华东市场主要以销售苏氏月饼为主，广式和港式主流品牌布局相对较少，而五芳斋作为华东知名老字号品牌，在当地竞争优势明显。2020年月饼线上和线下销售中，五芳斋市占率稳居前三，未来随着五芳斋品牌影响力和消费者认可度提升，月饼市场仍有较大

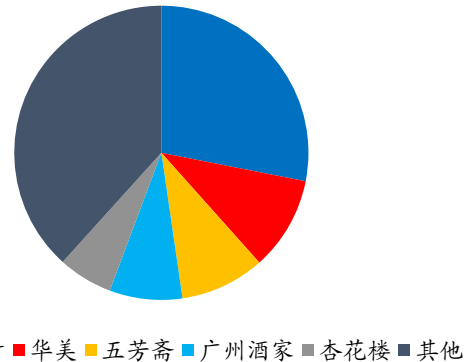
发展空间。

图28：2020年中秋月饼线下销售五芳斋占比8.6%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图29：2020年中秋月饼线上销售五芳斋占比9.3%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

3、公司：百年老字号焕发新活力，长期成长潜力充足

3.1、品牌：老字号价值深入人心，创新营销年轻化发展

百年老字号深入人心，粽子品牌知名度和影响力较高。公司自1921年成立至今已有百年发展历史，1993年成为全国首批“中华老字号”企业。同时，公司重视品牌建设和发展，近年来数次获得国家级、省级奖项，包括“中国驰名商标”、“中国餐饮百强”、“金牌老字号”等，品牌在众多区域中已形成较高认可度，在2019-2022年五芳斋品牌连续四年荣登端午节中国粽子品牌排行榜首位。

表3：五芳斋品牌多次获得国家级、省级奖项

年份	荣誉	授予单位
1993	中华老字号	中华人民共和国国内贸易部/中华人民共和国商务部
2003	原产地标记产品——嘉兴粽子（五芳斋）	中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局
2004	中国驰名商标	中华人民共和国国家工商行政管理总局商标局
2005	农业产业化国家重点龙头企业	中华人民共和国农业部
2011	国家级非物质文化遗产——五芳斋粽子制作技艺	中华人民共和国国务院公布、中华人民共和国文化部颁发
2018	中华老字号品牌 TOP100 榜单中高居第六位、食品餐饮类第一位	阿里研究院、北京大学光华管理学院
2019	2018 年度中国餐饮百强企业	中国烹饪协会
2020	长三角名优食品——五芳斋粽子	江苏省食品工业协会、安徽省食品行业协会、浙江省食品工业协会、上海市食品协会
2020	金牌老字号	浙江省老字号企业协会、浙江百年老字号研究院
2020	2019 年度中国餐饮百强企业	中国烹饪协会
2021	2021 年度中国餐饮品牌力百强	中国餐饮品牌节组织委员会、第三届中国餐饮红鹰奖评审委员会
2019-2022	端午节中国粽子品牌排行榜单 TOP10 中第一位	艾媒金榜

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

坚持守护和创新，助力传统节令文化焕发新活力，打造年轻化品牌标签。公司以弘扬中国传统文化节日为基础，将产品宣传与端午、中秋、春节等传统节日文化

深度绑定。同时积极在营销方式上寻求新变革，通过广告、短视频、元宇宙、品牌联名、线下体验店等多样化品牌活动，不断迎合新时代消费者需求。

表4: 五芳斋加大线上和线下的品牌和产品推广

营销方式	内容
布局影视内容营销	五芳斋发布《和你一起去月亮》、《白白胖胖才有明天》、《过桥记》、《招待所》、《寻找李小芬》、《锥宇宙》、《四时赋》等多部营销影视作品，以清奇的画风、深入人心的文案火爆全网。
推出元宇宙虚拟人物	2022年五芳斋推出首位虚拟艺人—五糯糯，五糯糯将以五芳食坊主理人的身份与消费者共享好吃、好看、好玩的节令美食，助力五芳斋进一步拉近与Z时代消费者的距离。
与知名品牌联名合作	五芳斋与盒马鲜生、喜茶、迪士尼、乐事、钟薛高、手游《王者荣耀》、五菱、漫威、饿了么等品牌跨界联名推出定制礼盒，迎合新时代消费群体。
与大型商超合作	五芳斋与盒马鲜生打造端午特色区域，与麦德龙合作创新开启店中店模式

资料来源：现代广告杂志社公众号、中国搜索公众号、中国日报网、开源证券研究所

广告、短视频打入年轻人阵营，“五芳影业”成为品牌一大特色。2018年起公司开始与时代互动公司合作，每到传统节日营销节点，便会推出多种品牌宣传广告。广告主要内容以传统节日和趣味互动为主，内容脑洞较大，且题材和类型丰富，从2018年至今公司推出了《白白胖胖才有明天》、《相约 1989》、《招待所》、《过桥记》、《朋友们蘸起来》等数十条广告。近年来五芳斋广告因大胆创新，多条短视频广告火爆全网，在累计阅读量上取得优异成绩，赢得了广大年轻消费群体的喜爱，并被称为“五芳影业”。

进军元宇宙，推出虚拟品牌代言人，带来全新消费体验。2022年3月公司首次引入“元宇宙”概念，并在全网推出品牌首位虚拟艺人“五糯糯”，通过虚拟AI与年轻群体分享五芳斋节令美食，展现中国传统文化气质和韵味。同时，公司还重磅推出AI虚拟代言人联合款粽子产品——五芳灵境礼盒，产品包装设计新颖，将黑科技与中华传统文化巧妙结合。公司通过元宇宙创意营销，打破了大众对五芳斋品牌的固有印象，品牌形象以新面貌、新姿态进入大众视野，并与年轻消费群体拉近沟通距离，带来全新消费体验。

图30: 五芳斋推出多部影视广告作品



资料来源: 现代广告杂志社公众号、澎湃新闻

图31: 五芳斋进军元宇宙带来新消费体验



资料来源: 中国日报网

线下多品牌联动, 并与大型商超合作, 打造营销生态网。公司在线下场景上打造全渠道融合的营销生态网, 一方面公司与知名品牌联手合作, 包括泸溪河、三只松鼠、钟薛高、手游《王者荣耀》、五菱等品牌, 通过联名礼盒、江南糕点、IP 联名等活动, 吸引多元化消费群体。另一方面公司与大型商超和卖场合作推出五芳斋体验店, 例如公司在盒马鲜生打造端午特色区域、与麦德龙合作创新开启店中店模式, 该类型体验店丰富了产品与消费者之间的互动体验, 同时向消费者更直观展示品牌文化。

图32: 五芳斋与知名品牌联手合作



资料来源: 中国日报网

图33: 五芳斋与麦德龙合作创新开启店中店模式



资料来源: 中国日报网

3.2、粽类：结构优化+拓新场景，深挖主业成长潜力

3.2.1、百年工艺保障品质，粽子供应链优势明显

五芳斋粽子制作技艺被列为非物质文化遗产，裹粽环节具备较高的竞争壁垒。五芳斋粽子制作工艺传承自嘉兴百年工艺，并一直沿用至今，2011 年公司粽子制作技艺被列入第三批国家级非物质文化遗产。公司粽子生产工序较多，从选料到生产共有超 30 道工序，其中大部分已完成智能化和机械化操作，但裹粽环节仍以人工方式为主，一方面由于粽子的箬叶大小形状不同，机械化难以统一规格生产，另一方面粽子在包裹和捆扎方面十分讲究，包裹的太紧或太松都会影响粽子品质。公司在裹粽环节上拥有一大批专业裹粽工，且大多为公司自有员工，有效保障了端午期间

市场需求量。

建立生产和原材料基地，积极拓展食品上下游产业，生产供应链优势明显。为保证产品优良，公司在供应链环节中积极扩展生产基地。在上游原材料环节，公司在黑龙江宝清县、五常市、方正县建立了五芳斋稻米基地，当地环境较好盛产优质糯稻米；在江西靖安建立了野生箬叶基地，选用当年生且在夏至后立秋前采摘的野生箬叶，限定粽叶的宽度、长度、含水量等指标，从源头保障产品品质；猪肉上与双汇、龙大肉食等知名上市公司长期深度合作，同时建立专门采购团队，通过提前锁价等措施减少成本波动。在食品制造方面，公司在嘉兴、成都设有两个生产基地，是行业中生产规模最大的粽子专业生产基地之一，拥有从生产、加工、仓储、物流配送完整的产业链。

图34：五芳斋积极拓展上下游产业



稻米：在黑龙江宝清等多地建立优质稻米基地



箬叶：江西靖安建立高山野生箬叶基地



猪肉：与猪肉上市公司深度合作保障原材料品质，并建立采购部门提前锁价稳定成本



生产：在嘉兴、成都设有两个生产基地

资料来源：公司官网、温州日报公众号、摄图网、开源证券研究所

3.2.2、礼盒粽子优化产品结构，量价有望持续提升

聚焦发展多样化礼盒产品，满足不同消费群体需求。公司粽子类型包括真空、速冻、新鲜、礼盒四种类型，其中礼盒粽子为公司主要发展方向，预计礼盒产品在粽子业务中营收占比过半。此外，公司针对不同档次的消费群体，推出多种礼盒类型产品，其中**传世臻粽系列**定位高端送礼场景，产品包装大气时尚，粽子馅料采用高端食材，如松茸鸡、鲍鱼干贝、高汤、黑松露等。**文化风味系列**定位中高端人群，产品种类丰富，包括肉粽、豆沙粽、松花蛋、咸鸭蛋等产品。**经典系列**定位大众消费人群，产品主打高性价比，单盒产品数量较多且平均单价较低，适合大众人群送礼和居家食用。**FANG 粽系列**为近年新推出产品，其主要定位年轻消费人群，产品口味独特、新颖，吸引大量年轻人群购买。

表5: 公司礼盒粽子满足不同消费群体需求

定位	系列	产品	零售单价(盒/元)	产品形象	特点
高端	传世臻粽系列	五芳黛蓝礼盒	599 元/1820g		定位高端送礼场景, 粽子馅料采用高端食材, 包括松茸鸡、鲍鱼干贝、高汤、黑松露等。单个粽子价格在 30-50 元。
		五芳杏红礼盒	199 元/900g (小盒)		
中高端	文化风味系列	五芳三宝礼盒	229 元/2616g		以肉粽和豆沙粽为主, 部分礼盒搭售松花蛋、咸鸭蛋、粽子酥等产品。单个粽子均价在 10-15 元左右。
		江南五芳粽子	189 元/1500g		
		五芳斋粽有酥意	208 元/1100g		
大众	经典系列	情系五芳	129 元/1400g		肉粽、豆沙粽、蜜枣粽为主, 种类齐全, 单盒产品数量较多, 粽子单个均价约 7-10 元, 性价比比较高, 适合大众人群送礼和居家食用。
		五芳轻养	139 元/1000g		
		五芳经典	149 元/1680g		
		丰年五芳	179 元/2400g		
年轻消费群体	FANG 粽系列	五芳灵境			口味定位年轻消费群体, 以潮流和新颖口感为主, 包括榴莲粽、臭豆腐粽、香辣螺蛳粉粽等。单个粽子均价在 10-15 元。
		FANG 粽劲辣			
		FANG 粽植选	129 元/1000g		
		FANG 粽满足	89 元/600g		

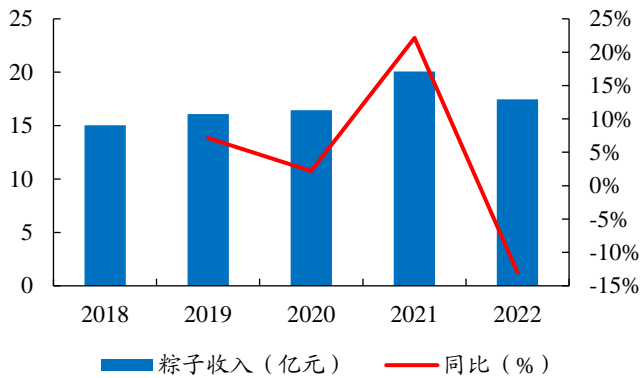
资料来源: 公司官网、公司京东、天猫官方旗舰店、开源证券研究所

礼盒产品满足社交、送礼需求且单价较高, 为粽子业务量价增长提供主要驱动力。近年来公司礼盒产品的快速发展为粽子业务提供较好成长动力, 一方面随着端午传统节日受到重视, 端午社交和送礼需求快速增长, 推动礼盒产品销量持续增长。另一方面公司礼盒产品类型丰富, 且大部分礼盒产品布局在百元以上价位, 平均单个粽子价格基本在 7-10 元以上, 有效推动粽子均价稳步提升。2018-2021 年公司粽子业务营收 CAGR 达 10.16%, 其中销量和单价 CAGR 分别为 3.09%和 6.78%, 粽子单价增长速度快于销量。

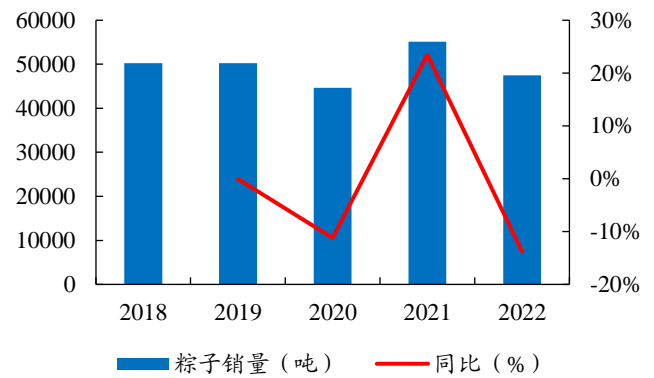
2022 年华东疫情影响粽子收入和销量, 产品结构优化带动毛利和单价维持增长。2022 年 Q2 受到华东疫情影响, 端午节消费受限较多, 部分送礼场景缺失, 导致粽子业务收入和销量均出现明显下滑, 但毛利率和均价仍实现小幅提升。我们认为 2022 年虽受疫情影响, 但公司通过发展高附加值的礼盒产品, 不断优化产品结构, 粽子单价和毛利率较 2021 年实现稳步提升。

2023 年端午场景快速恢复下, 礼盒需求提升将带动粽子业务延续量价齐升趋势。2023 年随着疫情防控政策放开, 线下消费场景以及企业商务活动呈现快速恢复, 我

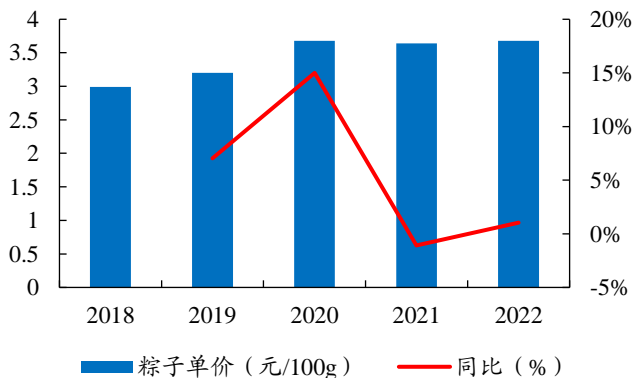
们预计 2023 年端午节期间粽子需求有望好于 2022 年同期，礼盒粽子作为端午节社交送礼的刚性产品，销量情况预计较 2022 年同期将有明显提升。此外，礼盒产品增加将优化公司粽子产品结构，带动整体粽子均价和毛利水平持续向上提升。展望中长期，预计随着大众收入水平提升和礼盒产品需求增长，未来粽子业务量升价增仍有较大提升空间。

图35: 2018-2021 年公司粽子营收 CAGR 达 10.16%


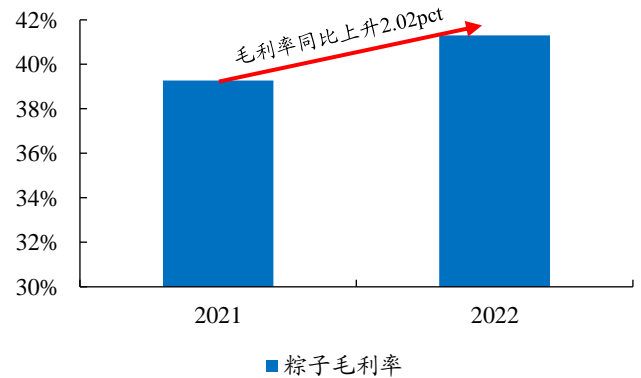
数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 2018-2021 年公司粽子销量 CAGR 达 6.78%


数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图37: 2022 年粽子产品单价 (元/100g) 延续提升趋势


数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图38: 2022 年疫情影响下粽子毛利率稳步提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2.3、扩宽日销场景和消费群体，粽类具备长期成长空间

扩宽日销场景和消费群体，粽类长期发展潜力充足。从端午节食用和送礼角度看，粽子属于季节性产品，市场对于粽子长期持续发展较为担忧，认为其未来发展潜力空间较小。而我们认为粽子作为公司业绩的基本盘，中长期仍有较大提升空间，首先从行业层面看，随着传统节日文化受到消费群体重视，粽子作为端午传统美食，未来粽子的消费氛围将日益浓厚；其次，从公司发展层面看，近年来公司持续加大对粽子业务的创新和研发，通过开发场景、创新口味、品牌联名、大客户代工等方式，不断丰富粽子的日销场景和消费人群，打开粽子业务长期成长空间。

持续开发粽子日常消费场景，多渠道布局加大消费者教育。随着现代生活节奏的加快，粽子作为方便性食品，其日常消费场景仍待深入开发，例如早餐、加班、

休闲、夜宵等场景。近年来，公司高度重视粽子的日销场景发展，在拓宽场景方面主要采取两方面措施：一是公司在全国线下连锁门店上推出鲜粽和即食粽，通过高铁、高速等交通枢纽，加大日销粽子的推广和宣传，对消费者进行持续教育。二是公司与社区、商圈、办公楼附近的早餐店和便利店进行合作，借助其他餐饮链企业拓宽公司鲜粽的销售和覆盖范围，目前巴比食品为公司主要采购客户之一。公司通过多渠道布局粽子日常消费，不仅为消费者提供了便利的粽子购买渠道，更将粽子向早餐、下午茶及主食方向发展，走上更多家庭的日常餐桌。

创新形状和口味，满足更多消费者饮食习惯需求。过去公司粽子产品主要以 120g 的大粽子为主，消费者食用后饱腹感较强，多作为主食和正餐食用，2022 年公司抓住粽子小型化、健康化发展趋势，推出 50g 玲珑小粽品牌“啊呜一口”，产品不仅热量较小，且小型包装可以作为休闲零食食用。此外，公司持续开发多样化新口味，陆续推出了佛跳墙粽、鲍鱼粽、螺蛳粉粽、腊肉粽等多种口味，为不同饮食习惯的消费者提供了多样化选择。

图39: 公司推出 50g 玲珑小粽品牌“啊呜一口”



资料来源：公司京东官方旗舰店

图40: 公司持续开发多样化粽子口味



资料来源：魔镜市场情报公众号

与潮流品牌合作推出联名款粽子，吸引更多新时代消费群体。2016 年公司开展对外联名合作战略，首次与迪士尼和漫威合作推出 IP 礼盒，此后陆续开始与国内盒马鲜生、喜茶、迪士尼、乐事、钟薛高等品牌达成合作，联名推出了个性化、时尚化的粽子产品。从线上宣传到线下场景布局，五芳斋粽子高频次出现在便利店、连锁超市、奶茶咖啡店、手机游戏等场景，借助联名品牌成功触达到年轻消费者以及学生群体，迎合新时代消费群体需求。

图41: 2016 年公司首次与迪士尼和漫威开展联名合作



迪士尼-五芳斋联名粽子

漫威-五芳斋联名粽子

资料来源：公司京东官方旗舰店、淘礼汇

图42: 近年来公司陆续与国内潮流品牌建立合作关系



钟薛高-五芳斋联名

王者荣耀-五芳斋联名粽子

资料来源：NewMediaLab 公众号、魏云江说品牌公众号

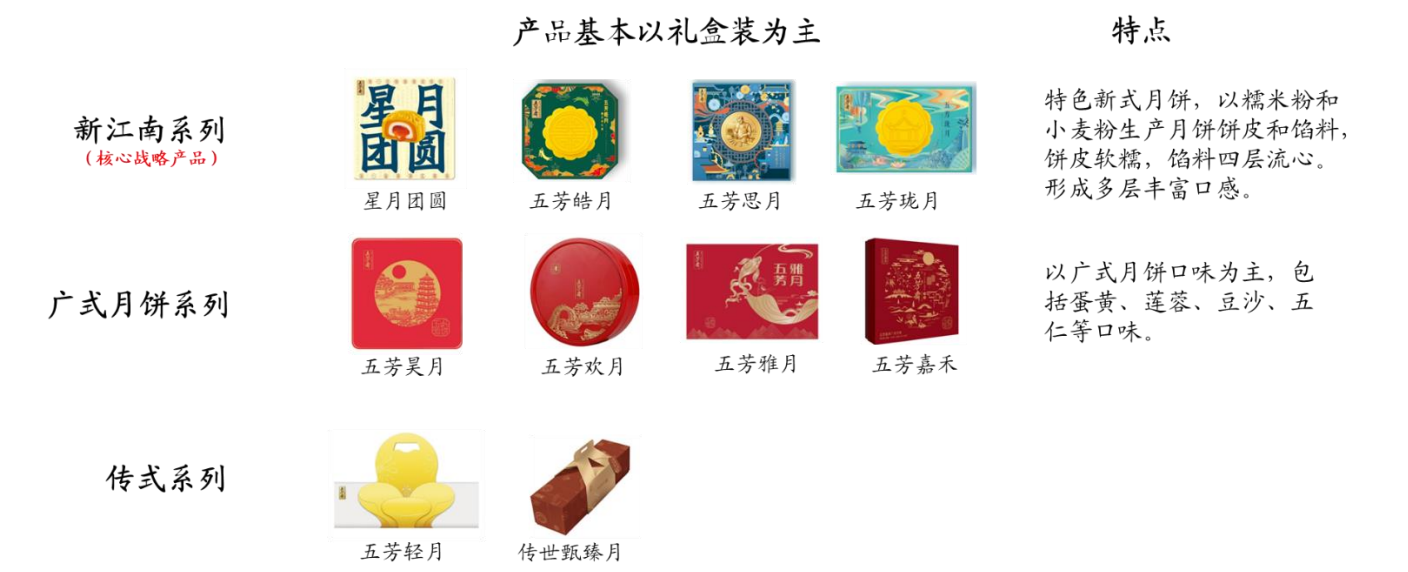
代工打造标准定制化产品，积极开拓 B 端消费客户群体。为满足消费者和大客户多样化、个性化需求，公司在粽子代工上推出了 OEM 和 ODM 两种模式。OEM 模式主要提供非自有粽子产品定制，即按客户提供的粽子产品标准或根据客户需求专门制定的粽子产品标准进行代工生产。ODM 模式则以公司自有产品标准进行代工生产。2023 年疫情放开后，国内企业复工复产，经营生产效率提升带动盈利能力好转，企业团购量预计同比 2022 年有望明显提升，公司大客户订单量或将持续增加。

3.3、非粽类：布局节令和日销美食，打造成长新驱动力

3.3.1、月饼发展初具规模，毛利和单价提升空间较大

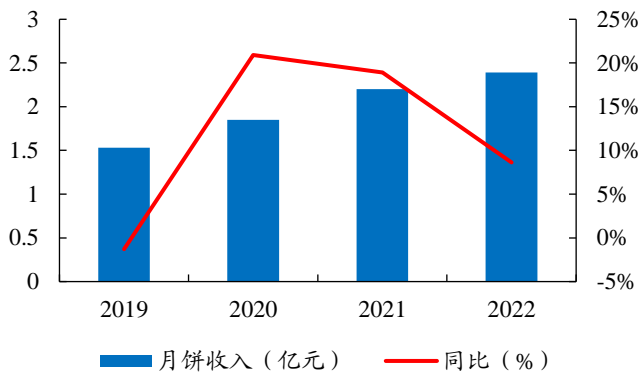
公司月饼种类丰富，通过差异化和多样化打造竞争优势。公司月饼业务开始于 2016 年，相对其他月饼企业开展时间较短，目前月饼种类已扩展至苏氏、广式、新式等多种类型。其中新江南糯月饼系列为公司战略发展核心，产品主打“四层流心糯月饼”，具备丰富的多层次口感，2019 年产品上市后凭借其独特风味与市场其他竞品形成差异化竞争，迅速获得大量消费群体青睐。

图43：五芳斋月饼种类丰富

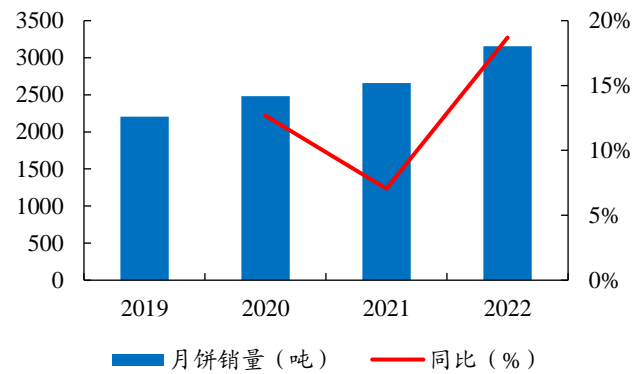


资料来源：公司官网、开源证券研究所

产品和品牌得到消费者认可，疫情下月饼销量实现稳步增长。公司月饼依托于五芳斋强大的老字号品牌、以及差异化和多样化的产品战略，月饼业务在华东地区快速发展，并形成良好口碑，消费力认可度不断提升。2020 年以来全国疫情反复，但月饼业务依然实现较好增长，2019-2022 年收入 CAGR 达 16.0%，销量 CAGR 达 12.7%。目前公司月饼大部分销售集中在华东地区，未来随着品牌宣传以及全国市场扩张，月饼销量有望持续提升。

图44: 2019-2022 年月饼收入 CAGR 达 16.0%


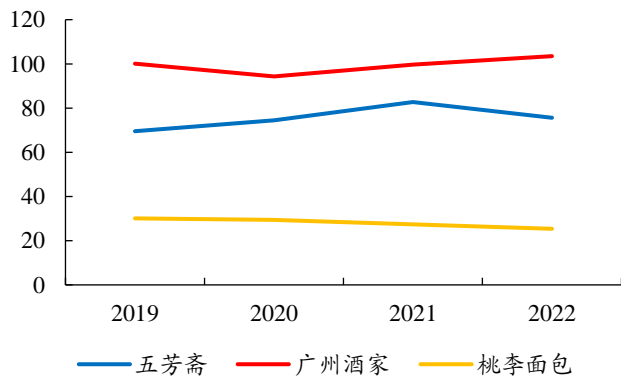
数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 2019-2022 年月饼销量 CAGR 达 12.7%


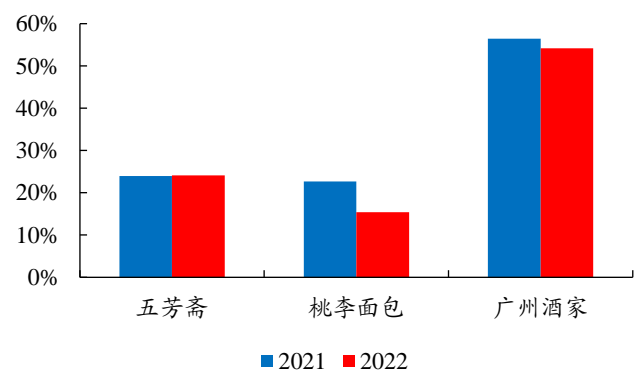
数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

礼盒月饼带动结构优化, 月饼单价有望向头部企业靠拢。由于公司月饼起步时间较晚, 品牌和市场积淀较头部企业仍有差距, 公司月饼销售主要集中在 100 元左右的中端价格带。对比行业竞品, 公司月饼单价水平处于行业前列, 但较头部企业仍有一定差距。未来随着公司不断增加差异化产品, 月饼整体结构有望向中高端优化, 从而进一步拉升整体单价, 逐步向头部企业产品靠拢。

委外生产下月饼毛利率较低, 自建产能将提升毛利水平。在产品结构优化下, 公司月饼盈利能力稳步提升, 2022 年月饼毛利率 24.10%, 较 2021 年小幅提升 0.15pct。但由于公司月饼业务主要采用委外加工方式生产, 整体单位成本相对较高, 导致毛利率明显低于行业水平, 2022 年广州酒家月饼业务毛利率高达 54.2%。未来随着公司自建月饼产能提升, 月饼生产成本下降后, 毛利率有望快速提升。

图46: 2019-2022 年五芳斋月饼单价 CAGR 达 2.8%


数据来源: 公司招股说明书、各公司公告、开源证券研究所

图47: 五芳斋月饼毛利率低于行业平均水平


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

3.3.2、围绕传统节令和日销场景, 构建烘焙和速冻品类群

以“传统节令”场景为主线, 早餐、下午茶等日销场景为支线, 构建日销品类群。近年来为弱化业绩的季节波动性问题, 除了发展月饼业务外, 公司持续加强其他非粽类产品发展, 并确立打造中华节令食品领导品牌的战略愿景。公司主要发展措施包括两方面: (1) 以传统节令为主线, 布局更多传统节令美食。(2) 开发早餐、下午茶等日销场景, 补充更多烘焙和速冻类食品, 给消费者提供多元化选择。

围绕传统二十四节气，创新开发更多传统节日令美食。二十四节气植根于中国传统文化，每个节气都具有自己的独特传统与节令食品。公司将在端午、中秋两大传统节日令基础上，围绕传统二十四节气持续进行拓展，目前公司已在春节和元宵节推出速冻食品汤圆、清明推出糕点食品青团、重阳节推出重阳糕、腊八推出粥料产品等。节令食品种类的扩张不仅为公司扩大了受众圈层，更有助于让更多消费者将公司的品牌认知从“粽子大王”转变为“节令美食领导品牌”。

开发早餐、下午茶等日销场景，不断扩宽日销产品线。在非节令食品上，公司重点围绕早餐和下午茶等日销场景进行布局，早餐场景方面公司已推出饭团、混沌、烧麦等速冻品类；在下午茶场景，公司已推出短保、中式糕点类型的烘焙产品，例如吐司、桃酥、芝麻酥等。未来公司将根据市场需求，开发更多日销产品种类，并相应增加食品生产线，保障销售供应。

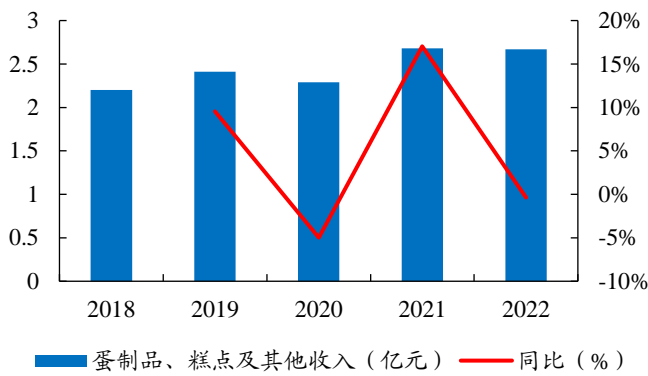
图48: 公司多品类多领域布局



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

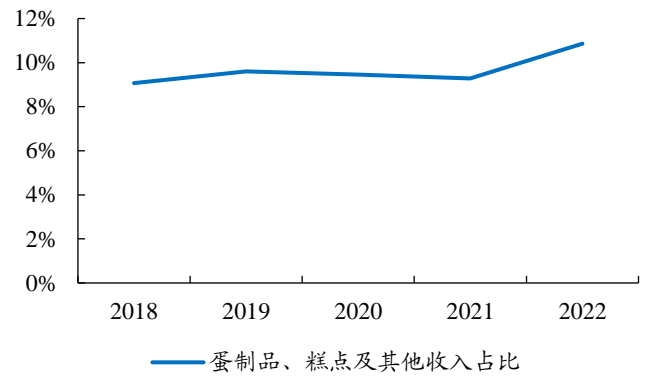
凭借品牌影响力和丰富食品运营经验，烘焙和速冻类产品实现较好增长。公司粽子业务稳步发展下，品牌价值和影响力持续增强，为非粽类产品推广奠定基础；同时月饼业务也为公司在非粽类领域积累了重要的实战经验。在品牌影响力和运营经验双优势下，公司非粽类产品实现较好发展，2018-2022年公司蛋制品、糕点及其他食品业务收入 CAGR 达 5.0%，营收占比提升至 10%以上。从细分产品看，公司烘焙和速冻食品销量实现持续增长，2022 年绿豆糕和青团实现较好的销售规模，未来随着节令和日销场景的深度开发，预计将有多个非粽类食品突破亿元销售额。

图49: 2018-2022年其他非粽类产品收入CAGR达5.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图50: 2022年其他非粽类食品收入占比提升至11%

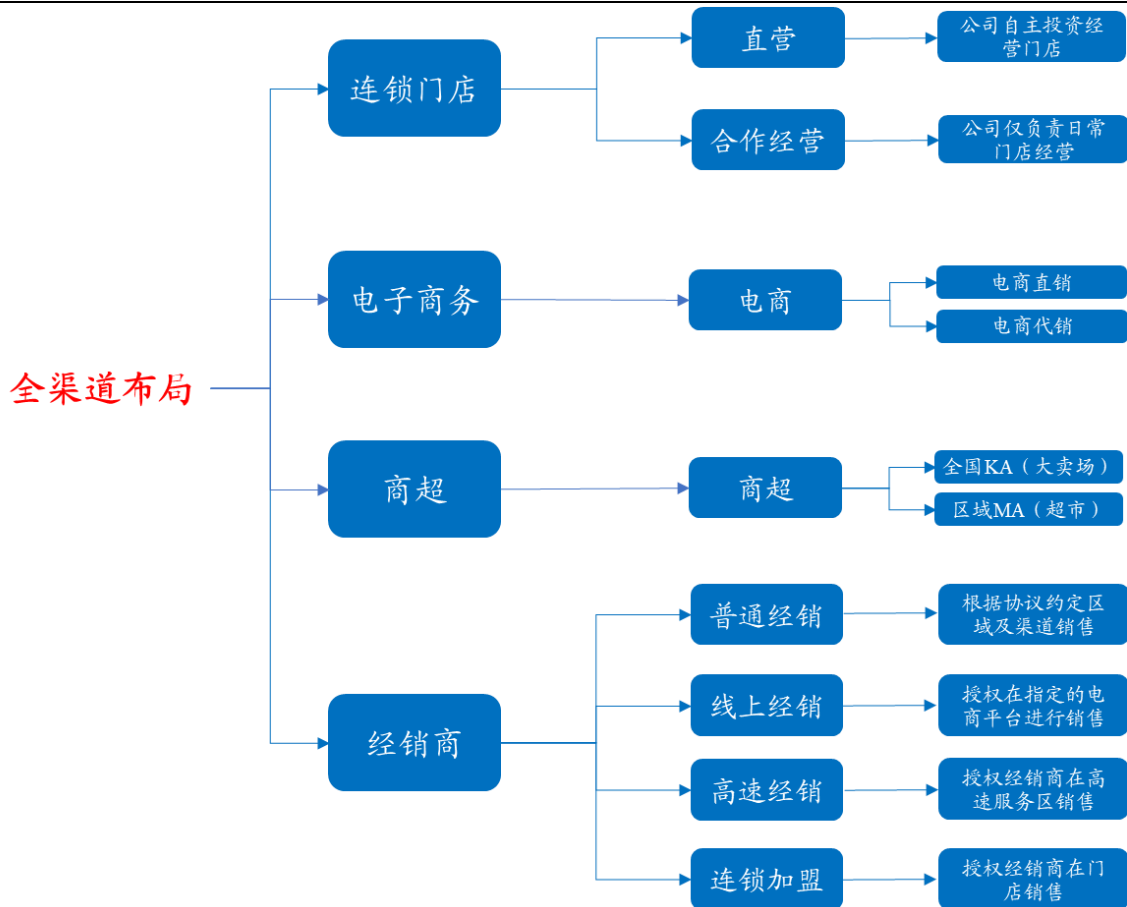


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4、渠道: 深入布局全渠道营销, 线上线下协调发展

公司渠道布局完善, 建立起覆盖全国的全渠道营销网络。经过多年的经营和发展, 公司建立了较为完善的营销网络, 线下销售、线上销售协调发展, 直营、经销等销售模式相互补充。公司销售模式主要包括连锁门店、电子商务、商超、经销四种模式。

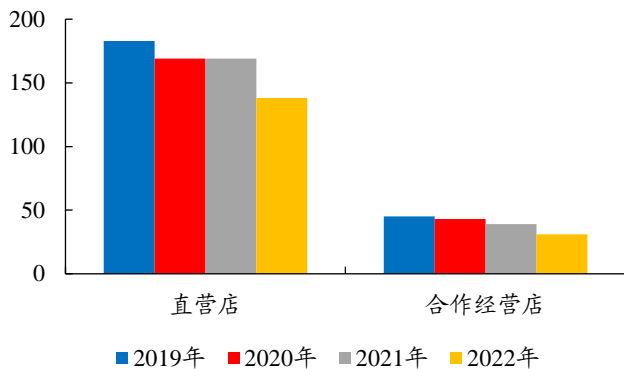
图51: 公司建立全渠道营销网络



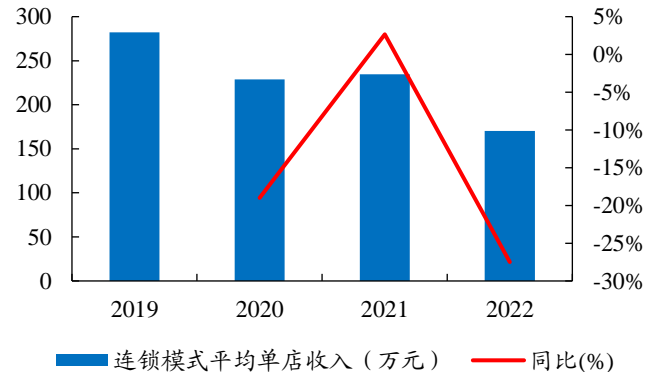
资料来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

连锁门店模式: 通过直营店、合作经营店直接销售, 销售经营受疫情影响较大。

连锁模式以线下门店方式经营，包括直营店、合作经营店两种模式，门店大多布局在大型超市商圈、商业综合体、交通枢纽等主要商圈，以提供餐食业务为主、零售业务为辅。截止 2022 年末公司共开设 138 家直营店和 31 家合营店，主要覆盖在嘉兴、杭州、上海、武汉等华东、华中地区的主要城市。2020 年以来受疫情影响，线下消费场景受限，连锁门店收入持续下滑，公司持续对连锁门店进行优化，淘汰长期亏损和经营较差的门店，并新开一些具备盈利能力的门店。当前随着疫情放开，门店收入好转后，连锁门店数量有望逐步增加。

图52：2022 年公司针对连锁门店进行优化


数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图53：2022 年受疫情影响连锁门店单店收入下滑


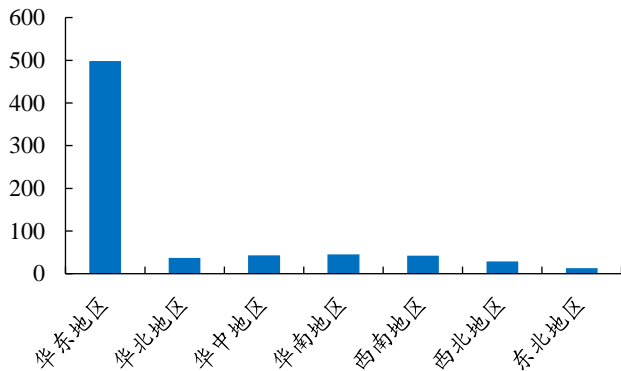
数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

电子商务：实现主流平台全覆盖，未来将持续挖掘更多社交电商平台。公司电商业务开始于 2009 年，目前基本实现主流电商平台全覆盖。公司电商主要采用直销和代销两种模式，公司一方面在天猫、京东等主流平台开设“五芳斋”直营店进行直接销售，由公司自有电商团队直接负责运作；另一方面公司与电商平台的自营部订代销合同，例如天猫超市、京东自营店等，由平台负责运营和管理，公司负责备货。当前公司在传统主流电商平台优势明显，在京东和天猫旗舰店上，粉丝数量均超百万人。此外，随着社交电商平台的兴起，未来公司将加大新电商平台布局，聚焦拓展抖音、快手等渠道的消费群体。

商超模式：持续与优质大型商超企业合作，提升终端消费氛围。商超模式分为全国 KA（大卖场）和区域 MA（超市），公司一般会选择业内知名度高、客流量大、销售区域覆盖率高的商超类企业进行合作，部分大客户与公司合作历史已有 8 年至 16 年，合作关系均较为稳定。未来公司将继续聚焦麦德龙、大润发等全国性渠道，同时拓展盒马、北国超市等优质 MA 渠道合作门店数量，在终端门店打造场景化陈列，带动终端动销氛围，提升商超直营能力。

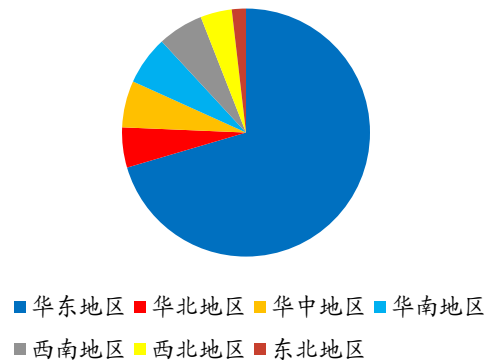
经销模式：实现覆盖全国大部分省份，未来将持续提升华东以外市场经销商渗透率。经销模式具体包括普通经销、线上经销、高速经销和连锁加盟四种方式，且均为买断式经销。其中普通经销指各区域的渠道经销商；线上经销为公司授权经销商在指定的电商平台进行销售；高速经销分布在高速服务区、高铁站等交通枢纽；连锁加盟与直营、合营门店有所不同，公司并不参与加盟店的日常运营和销售，仅负责门店督导。截止 2022 年末公司共有经销商 707 家，实现覆盖 22 个省、5 个自治区和 4 个直辖市。目前公司大部分经销商主要集中在华东地区，未来其他地区经销商渠道渗透率仍有较大提升空间。

图54: 2022年末公司共有经销商707家



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图55: 2022年末公司华东地区经销商占比达70%

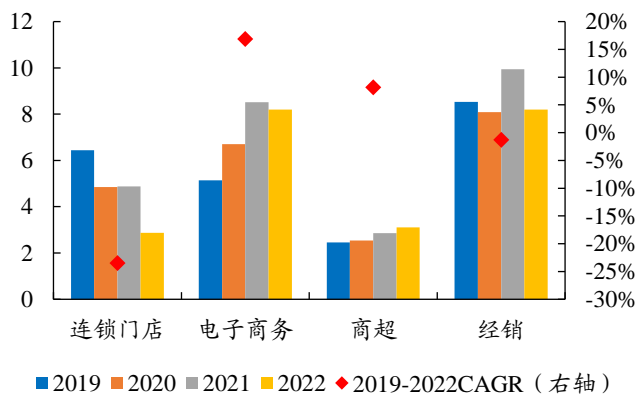


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

电商和商超渠道发展较好，为公司业绩增长提供主要动力。 电子商务和商超模式近年来呈现较好发展趋势，两板块为公司贡献近一半收入，2019-2022 年收入 CAGR 分别为 16.8%和 8.2%。分板块看，电商业上公司持续精耕传统电商平台，并加速拓展新社交电商平台，2022 年电商已成为公司第一大板块，未来仍有较大增长空间；商超快速发展主要受益于大客户的稳定性，以及疫情期间的保供业务，未来公司将继续开拓优质大型商超客户。

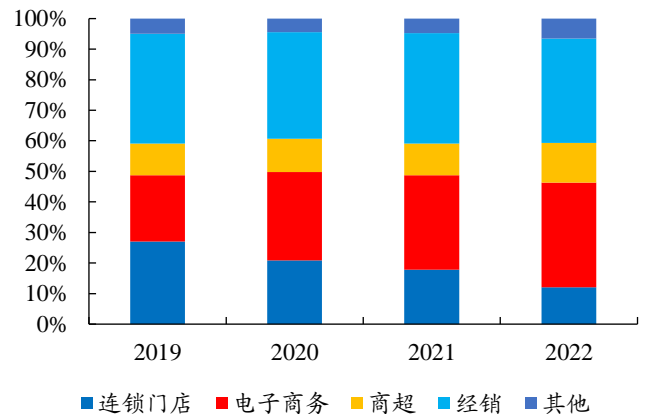
连锁门店和经销模式受疫情影响较大，疫后有望恢复增长弹性。 连锁门店和经销模式主要以线下经营为主，近年来受疫情影响波动较大，2019-2022 年两板块收入 CAGR 分别为-23.5%和-1.3%。当前疫情管控放开后，大众消费者逐步走出疫情影响，生产生活开始向常态化恢复，线下人流量持续复苏下，线下门店将进入正常经营运作，连锁门店和经销模式有望快速恢复至疫情前水平。

图56: 2019-2022 年电子商务收入 CAGR 达 16.8%



数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图57: 2022 年电子商务成为公司第一大板块



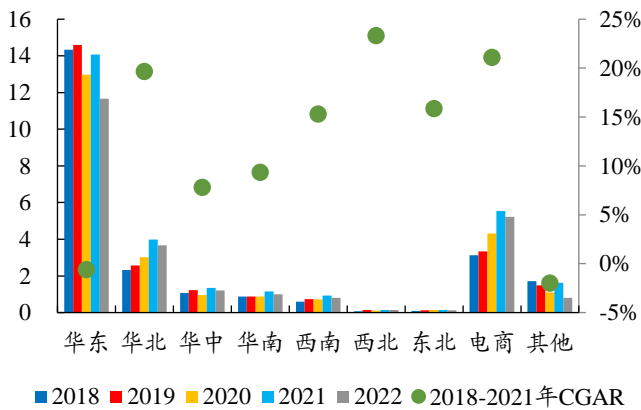
数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

3.5、市场：华东为大本营，加速全国市场扩张

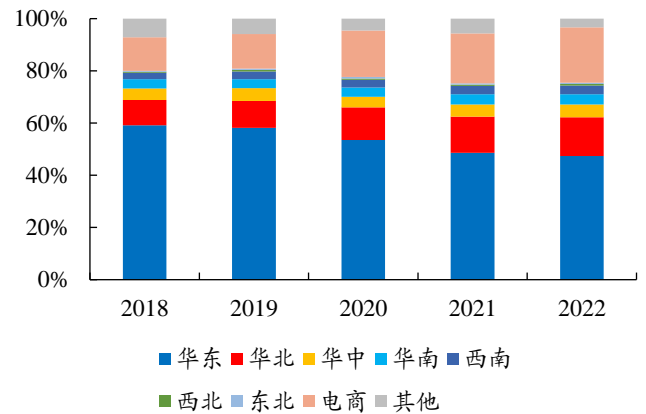
华东为公司大本营市场，华北、华中、华南市场逐步起势。 公司起家于浙江嘉兴，消费市场主要集中在浙江省、江苏省、上海市等华东区域，并在当地拥有较高的品牌知名度，华东市场历年营收贡献基本维持在 50%左右，为公司核心大本营市场。目前华东市场中公司已基本完成对一二线城市覆盖，2023 年将下沉布局三四线

区座城市，挖掘更多低线城市消费群体。此外，公司以华东市场为中心，持续推进华北、华中、华南市场布局，2018-2021年各市场收入CAGR分别为19.6%、7.8%、9.3%，2022年受疫情影响，收入有所下滑。2023年公司将在华北、华中、华南市场上重点布局地级市和百强县，加速提升品牌影响力。

西南、西北、东北地区有望逐步贡献增量，全国化扩张潜力充足。全国化布局上，公司不断推进华东以外区域化扩张。2008年公司在成都温江区投资建设成都生产基地，有效满足西南地区的市场需求，同时随着西南区域人民生活水平日益提高和端午节等中华传统节日节庆气氛浓厚，公司产品在西南区域拥有较好消费基础，2018-2021年西南区域收入CAGR达15.3%，2022年实现收入近1亿元。西北和东北市场较为薄弱，核心原因在南北方粽子口味存在差异，北方主要以甜粽、枣粽为主，近年来公司针对西北和东北市场陆续推出了豆沙粽、蜜枣粽、红豆粽等甜粽新品，市场规模快速发展，2018-2021年西北和东北市场收入CAGR分别达23.3%和15.9%。此外，北方市场由于缺乏粽子知名品牌，大多为小作坊或者中小企业，公司有望凭借百年老字号品牌影响力，在北方甜粽市场实现快速扩张。2023年公司在西南、西北、东北等薄弱区域中，将重点围绕省会城市、次省会城市、重点城市的空白市场进行布局，提高直营渠道市占率，加大经销商渠道渗透率，进一步完善全国销售网络布局。

图58：电商、华北、西北等区域营收（亿元）增速较快


数据来源：Wind、开源证券研究所

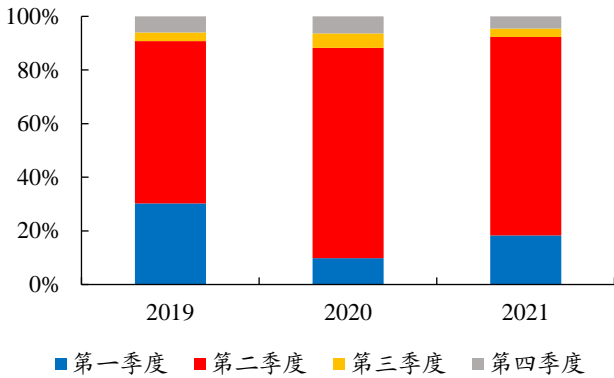
图59：华东区域贡献公司主要营收


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6、产能：募投项目提升产品自产率，单位成本下降带动毛利提升

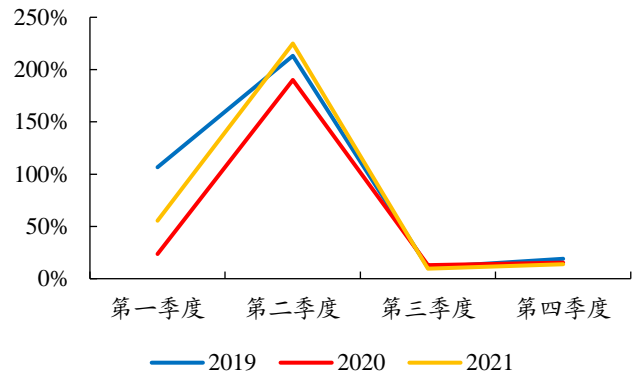
粽子生产存在季节性，导致公司产能利用率不平衡。公司核心业务粽子在生产及销售均具有明显的季节性特征，端午节前为粽子销售旺季，因此粽子基本需要在二三季度进行集中生产和出售。分季度看，一季度公司将进行粽子半成品储备生产，产能利用相对较低，2021年Q1粽子产量占比达18%，产能利用率约55%；二季度公司进行产品集中出产发货，产量较大且产能需超负荷生产，2021年Q2粽子产量占比达74%，产能利用率高达225%；而三四季度则为生产淡季，产量和产能利用率较一二季度下降明显。整体看，公司产能利用率不平衡特征较为明显，旺季期间产能不足的矛盾较为突出。

图60: 2021年二季度粽子产量占全年产量的74.0%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

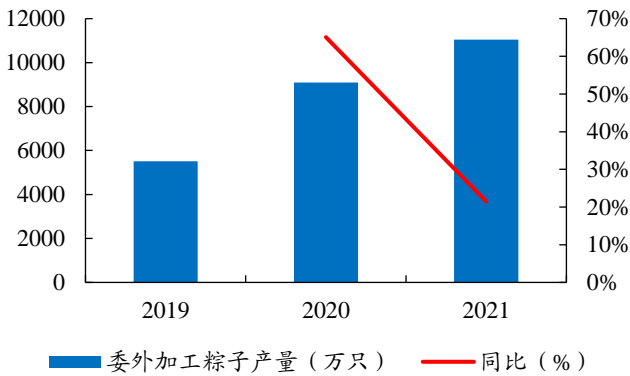
图61: 二季度产能利用率(%)较其他时间明显更高



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

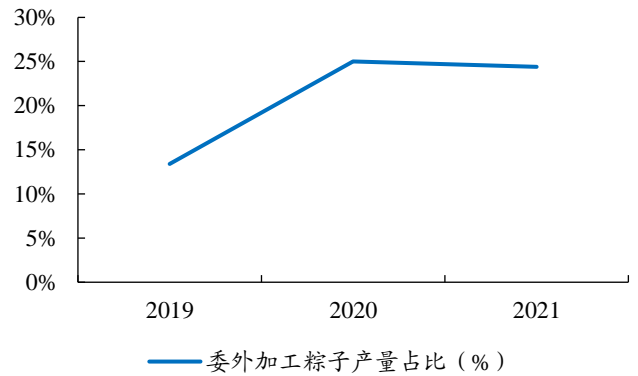
旺季产能缺口扩大下, 委外生产数量增加, 单位成本较自产成本提升明显。由于粽子生产季节性特征, 公司产能条件无法完全满足旺季产品供应, 因此需要通过扩大委托加工的规模来弥补自身生产能力的不足。2021年公司委外生产粽子数量达1.1亿只, 同比增长21.5%, 占粽子生产总数量的24%, 委外生产数量提升明显。此外, 由于2021年公司礼盒粽子销售数量较多, 礼盒包装增加了生产工序, 导致委外加工后成本单价上涨明显, 平均每100g单价在2.31元, 较公司自产成本增长23.4%。

图62: 2021年粽子委外生产数量达11,040万只



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图63: 2021年粽子委外加工产量占比达24.4%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

表6: 粽子委外加工单位成本较高

年份	加工数量 (万 KG)	外协成本 (万元)	单位外协成本 (元/100g)	单位自产成本 (元/100g)	价差 (元/100g)	差异率 (%)
2019	578.41	8842.73	1.53	1.57	-0.04	-2.70%
2020	140.53	2599.94	1.85	1.84	0.01	0.77%
2021	1263.38	29133.09	2.31	1.87	0.44	23.35%

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

募投项目扩建产能, 粽子自产率提升后, 单位成本下降带动毛利提升。公司目前有嘉兴和成都两大粽子生产基地, 总产量每年4.5亿只, 但产能在旺季依然不足, 产能瓶颈问题限制公司快速发展。本次公司募投项目涵盖产能扩张和建设, 其中粽子产能扩建包括1亿只高端粽子和0.2亿只粽子类产品, 项目建成后粽子产能较2021

年将提升 26.7%，粽子委外生产率将下降。此外，本次产能拓建后烘焙和速冻食品产能也降得到提升，月饼和部分糕点产品有望实现自主生产。募投项目产能达产后，公司旺季产能紧缺问题将得到明显改善，主营产品自产率提升，单位生产成本下降后，整体利润水平将得到提升。

表7: 募投项目将扩建粽子、烘焙等产品产能

募投项目	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 金额(万元)	建设周期(年)	达成年收入 (亿元)	建设周期
五芳斋三期智能食品车间建设项目	4.5	1.57	2年	9.45	项目达产后,公司可实现新增年产10,000万只高端粽子系列产品、4,350万只烘焙类食品(月饼、绿豆糕、蛋黄酥)、1,304万袋速冻类食品(汤圆、烧卖、馄饨)等的生产能力。
五芳斋成都生产基地升级改造项目	0.50	0.50	1.5年	0.56	项目达产后,成都五芳斋可实现新增年产2,000万只粽子类产品(新鲜粽、速冻粽、真空粽、礼盒粽等)的生产能力。

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

3.7、激励: 首次推出股权激励, 有效激发企业活力

股权激励覆盖较广, 有效激发核心人员积极性。公司于2023年1月12日首次推出股权激励计划, 本次激励计划拟授予激励对象共计80人, 拟授予限制性股票数量为200万股, 占公司总股份2%。核心7名高管获授71.6万股限制性股票, 占总激励35.8%, 其中总经理马建忠获授29.59万股限制性股票, 占激励计划14.8%。中层管理人员、核心技术(业务)骨干共73人获授128.40万股限制性股票, 占比64.2%。本次股权激励覆盖范围较广, 绑定核心管理人员, 并有效激发公司骨干人员积极性, 为公司后续经营规划提供充足动力。

表8: 公司股权激励覆盖范围较广

	姓名	职务	授予额度(万份)	占授予总量比例	占总股本比例
1	马建忠	董事、总经理	29.59	14.80%	0.29%
2	马冬达	副总经理	10.5	5.25%	0.10%
3	徐炜	副总经理	6.68	3.34%	0.07%
4	沈燕萍	副总经理	6.68	3.34%	0.07%
5	陈传亮	董事、财务总监	6.21	3.11%	0.06%
6	于莹茜	董事会秘书	6.21	3.11%	0.06%
7	黄锦阳	人力资源总监	5.73	2.87%	0.06%
	中层管理人员、核心技术(业务)骨干(合计73人)		128.4	64.20%	64.20%
	合计共80人		200	100.00%	100.00%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

业绩考核指标锚定长期发展, 彰显公司疫后经营信心。本次激励计划授予的股票期权分三次行权, 对应的行权比例分别为40%、30%、30%, 激励考核需满足以下两个条件之一: (1)2023-2025年营业收入同比增长率分别不低于21.0%/15.7%/15.0%, 扣非归母净利润同比增长率分别不低于18.0%/17.8%/17.3%; (2)要求2023-2024年

营业收入和扣非净利润年均复合增长率分别不低于 19.41%和 18.23%，以及 2023-2025 年营业收入和扣非净利润年均复合增长率分别不低于 18.19%和 18.06%。公司激励考核指标设置合理，收入和利润增速稳健，随着国内疫情影响因素持续减弱，公司业绩有望呈现较大弹性空间。

表9：股权激励业绩考核指标设置合理

限售解禁期	业绩考核指标	换算考核指标	解除限售比例
第一个	以 2022 年为基数，2023 年营业收入增长率不低于 21%，且扣非净利润增长率不低于 18%	2023 年营业收入和扣非净利润同比 2022 年增长率分别不低于 21.0%和 18.0%。	40%
第二个	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2022 年为基数，2024 年营业收入增长率不低于 40%，且扣非净利润增长率不低于 39%； 2、以 2022 年为基数，2023-2024 年两年累计营业收入较 2022 年增长率不低于 162%，且累计扣非净利润增长率不低于 158%。	公司需满足下列两个条件之一： 1、2024 年营业收入和扣非净利润同比 2023 年增长率分别不低于 15.70%和 17.80%； 2、2023-2024 年营业收入和扣非净利润年均复合增长率分别不低于 19.41%和 18.23%。	30%
第三个	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2022 年为基数，2025 年营业收入增长率不低于 61%，且扣非净利润增长率不低于 63%； 2、以 2022 年为基数，2023-2025 年三年累计营业收入较 2022 年增长率不低于 323%，且累计扣非净利润增长率不低于 322%。	公司需满足下列两个条件之一： 1、2025 年营业收入和扣非净利润同比 2024 年增长率不低于 15.00%和 17.26%； 2、2023-2025 年营业收入和扣非净利润年均复合增长率不低于 18.19%和 18.06%。	30%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

收入假设：公司以粽子业务为主导，2022 年上半年上海等华东地区受疫情影响较大，端午节粽子消费场景缺失较多，2023 年随着场景恢复和消费力提升，我们预计粽子 2023-2025 年增速分别为 24%、17.0%、14.0%。餐食业务主要在线下连锁门店销售，疫情期间受防疫政策影响，门店人流量和开店时间明显减少，2023 年随着人流量恢复以及门店拓展，预计餐食业务 2023-2025 年增速分别为 50%、20%、15%。月饼业务受益于公司品牌影响力提升，近年来保持稳步增长，2023 年中秋期间送礼场景有望快速恢复，我们预计月饼业务 2023-2025 年增速分别为 25.0%、20.0%、20.0%。在非粽类业务上公司围绕传统节令和日销场景持续拓宽非粽类食品，绿豆糕、青团、咸鸭蛋等产品有望快速发展，我们预计公司糕点、蛋制品及其他业务 2023-2025 年增速分别为 25%、20%、20%。

毛利率假设：一方面随着消费场景和经济水平的恢复，单价较高的礼盒装产品销售占比有望提升，产品结构升级将拉动毛利率上行；另一方面考虑到公司募投项目扩建了粽类和非粽类产能，公司自产率上升将有助于提升产品毛利水平，预计 2023-2025 年整体毛利率分别为 40.4%、41.5%、42.6%。

费用假设：公司当前仍处于品牌宣传推广以及全国化市场拓展中，费用率水平相对较高，但考虑到公司渠道建设完备、直营销售占比较高，预计费用率有望随规模化优势逐步薄摊，预计 2023-2025 年分别为 30.0%、29.9%、29.8%。

表10: 收入拆分

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
粽子	收入 (百万元)	2007	1747	2166	2535	2889
	增速	22%	-13%	24%	17%	14%
	毛利率	44.2%	41.3%	44.6%	46.0%	47.4%
餐食	收入 (百万元)	252	141	212	254	292
	增速	-5%	-44%	50%	20%	15%
	毛利率	57.1%	48.9%	48.9%	48.9%	48.9%
月饼	收入 (百万元)	220	239	299	359	430
	增速	19%	9%	25%	20%	20%
	毛利率	29.8%	24.3%	29.1%	31.5%	34.3%
糕点、蛋制品及其他	收入 (百万元)	268	267	334	401	481
	增速	17%	0%	25%	20%	20%
	毛利率	34.4%	24.3%	24.0%	24.0%	24.0%
其他业务	收入 (百万元)	144	67	84	101	121
	增速	47%	-54%	25%	20%	20%
	毛利率	43.2%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
营业总收入	收入 (百万元)	2892	2462	3094	3648	4213
	增速	19%	-15%	26%	18%	15%
	毛利率	43.2%	37.5%	40.4%	41.5%	42.6%
	费用率	28.9%	29.2%	30.0%	29.9%	29.8%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 费用率包括销售费用率、管理费用率和财务费用率)

我们选取了与公司经营范围类似, 并涵盖食品生产、食品销售等业务的 5 家食品制造业公司, 对比相关公司可比估值水平, 发现 2023 年相关食品制造公司平均估值在 23.6 倍左右, 五芳斋基本处于行业平均水平, 考虑到公司当前处于创新发展期, 未来成长空间更优, 应享受更高的估值溢价。

投资建议: 首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 2.2 亿元、2.8 亿元、3.6 亿元, 分别同比+57.2%、+30.9%、+27.3%, EPS 分别为 2.10、2.75、3.50 元, 当前股价对应 PE 分别为 24.8、19.0、14.9 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

表11: 可比公司估值: 五芳斋估值处于行业平均水平

证券简称	评级	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603043.SH	广州酒家	28.6	1.2	1.5	1.8	23.3	19.5	15.6
002216.SZ	三全食品	15.8	1.0	1.1	1.3	15.6	13.8	12.4
603866.SH	桃李面包	10.6	0.5	0.6	0.7	22.2	18.7	16.1
603886.SH	元祖股份	19.1	1.4	1.6	1.9	13.6	11.7	10.1
002695.SZ	煌上煌	10.8	0.3	0.4	0.5	43.3	29.3	22.6
平均值						23.6	18.6	15.4
603237.SH	五芳斋	52.3	2.1	2.8	3.5	24.8	19.0	14.9

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 股价截至 2023 年 5 月 29 日, 五芳斋、广州酒家和煌上煌盈利预测来自开源证券研究所, 其余公司盈利预测均来自于 Wind 一致预测)

5、风险提示

产品发展不及预期、食品安全问题、市场拓展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	703	1326	1774	1907	2344
现金	252	903	1135	1338	1559
应收票据及应收账款	42	54	67	75	89
其他应收款	30	22	44	34	56
预付账款	15	7	20	12	25
存货	315	262	430	370	537
其他流动资产	49	78	78	78	78
非流动资产	1028	1056	1076	1086	1118
长期投资	0	1	3	6	8
固定资产	248	633	670	697	728
无形资产	90	73	69	64	51
其他非流动资产	689	349	334	319	331
资产总计	1731	2382	2850	2993	3462
流动负债	609	551	802	662	769
短期借款	0	0	147	48	0
应付票据及应付账款	260	227	357	318	447
其他流动负债	349	324	298	296	322
非流动负债	271	151	151	151	152
长期借款	92	0	0	1	2
其他非流动负债	179	151	151	151	151
负债合计	880	702	954	813	922
少数股东权益	2	3	3	3	3
股本	76	101	101	101	101
资本公积	397	1133	1133	1133	1133
留存收益	376	443	659	942	1302
归属母公司股东权益	849	1678	1894	2177	2537
负债和股东权益	1731	2382	2850	2993	3462

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	230	299	232	396	368
净利润	194	137	216	283	360
折旧摊销	58	65	90	98	84
财务费用	5	11	-8	-8	-10
投资损失	-1	1	-6	-5	-5
营运资金变动	-54	29	-56	33	-53
其他经营现金流	29	56	-4	-5	-8
投资活动现金流	-102	-174	-104	-102	-111
资本支出	320	167	107	105	114
长期投资	0	-5	-3	-3	-3
其他投资现金流	218	-3	6	5	5
筹资活动现金流	-309	527	-44	8	11
短期借款	-210	0	147	-99	-48
长期借款	92	-92	0	0	1
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	0	736	0	0	0
其他筹资现金流	-191	-142	-191	107	58
现金净增加额	-181	652	85	302	269

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2892	2462	3094	3648	4213
营业成本	1780	1539	1845	2134	2419
营业税金及附加	13	15	18	21	23
营业费用	646	540	743	872	1003
管理费用	184	169	195	226	261
研发费用	13	15	14	15	17
财务费用	5	11	-8	-8	-10
资产减值损失	-2	-5	-6	-7	-7
其他收益	16	24	19	21	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-1	6	5	5
资产处置收益	0	28	0	0	0
营业利润	266	207	303	403	511
营业外收入	5	3	4	4	4
营业外支出	6	8	7	6	7
利润总额	265	202	300	400	508
所得税	72	65	84	117	148
净利润	194	137	216	283	360
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	194	137	216	283	360
EBITDA	322	240	366	470	552
EPS(元)	1.88	1.34	2.10	2.75	3.50

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.5	-14.9	25.7	17.9	15.5
营业利润(%)	30.1	-22.2	46.3	32.8	26.7
归属于母公司净利润(%)	36.3	-29.0	57.2	30.9	27.3
获利能力					
毛利率(%)	38.5	37.5	40.4	41.5	42.6
净利率(%)	6.7	5.6	7.0	7.8	8.5
ROE(%)	22.8	8.2	11.4	13.0	14.2
ROIC(%)	26.7	14.8	22.7	30.6	35.1
偿债能力					
资产负债率(%)	50.8	29.5	33.5	27.2	26.6
净负债比率(%)	-8.1	-48.8	-50.5	-57.8	-60.1
流动比率	1.2	2.4	2.2	2.9	3.0
速动比率	0.5	1.8	1.6	2.2	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.2	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	56.0	51.2	51.2	51.2	51.2
应付账款周转率	10.3	7.5	7.5	7.5	7.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.88	1.34	2.10	2.75	3.50
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	2.91	2.26	3.85	3.59
每股净资产(最新摊薄)	8.27	16.33	18.43	21.19	24.69
估值比率					
P/E	27.7	39.0	24.8	19.0	14.9
P/B	6.3	3.2	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	16.1	18.5	11.8	8.5	6.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn