

粽业长青，变革求新

五芳斋（603723.SH）公司深度报告
(首次覆盖, **推荐**)

中国银河证券研究院 食品饮料团队

分析师：刘光意

执业证号：S0130522070002

2023年5月21日

核心观点与投资概要

五芳斋：百年粽业龙头，多品类全渠道布局。 公司是我国粽子龙头企业，成立100年穿越多轮行业周期，目前形成三大业务特征。1) **“糯+”产品矩阵**：以粽子为基本盘，延伸多元品类（月饼、糕点、餐食等）；2) **全渠道覆盖**：包括电商、商贸、门店三大板块，通过直销与经销模式共同覆盖；3) **泛全国化扩张**：以浙江为基地型市场并向华北、西南、华中等外围区域扩张。

纵向复盘：穿越百年周期，渠道与品牌为基。 公司近20年共经历三轮较大的经营周期，其波动主要取决于宏观需求、行业竞争与渠道轮动，收入规模从2003年2亿元增至2021年顶峰29亿元（CAGR约16%），粽业龙头地位愈加稳固。我们认为公司能够穿越周期主要得益于：1) **渠道轮动**，前瞻地、迅敏地、精准地抓住渠道变革的红利，先后经历了高速-商超-电商三次渠道轮动；2) **品牌价值**，多维度不断延长品牌生命周期，一方面内部深挖文化历史积淀，包括入选商务部老字号、粽子制作技艺入选国家非遗资产，另一方面营造年轻化的品牌形象，通过广告/联名/线下宣传等方式，抓住年轻客群心智。

竞争优势：捕捉渠道红利，深挖品牌基因。 横向对比4家公司，五芳斋核心竞争优势包括：1) **多元品类与全价格带**，中低端产品通过供应链管理主打极致性价比，高端产品通过稀缺的品牌资产与年轻化营销建立护城河；2) **精准捕捉渠道红利**，电商渠道精准把握平台流量迁移，通过先发优势抢占用户心智，高速渠道通过引入战投深度绑定；3) **品牌生命周期长**，一方面有丰富的品牌资产积淀（商务部老字号+国家非遗），另一方面通过联名、影视等多个维度实现品牌年轻化，不断延长生命周期。

短期展望：消费场景修复，宏观需求复苏。 1) **步入旺季**：23Q2-Q3公司将相继步入粽子/月饼消费旺季；2) **送礼场景**：2023年疫情步入低水平运行区间，端午、中秋赠礼需求有望兑现弹性；3) **电商大小年**，23年端午叠加“6·18”，有望带动线上销量高增；4) **线下门店**，客流恢复助力餐饮等板块收入好转；5) **高速渠道**，在23年公路运量恢复的背景下，公司高速门店/高速经销可继续发挥差异化竞争优势；6) **经济复苏**，23H2国内经济有望进一步复苏，人均收入增速改善叠加消费信心持续提升，届时公司礼品等可选消费率先受益，进而产品结构改善或推动单价与毛利率提升。

长期展望：内部变革求新，有望再迎成长。 1) **品类维度**：主业粽子经过多年培育规模已接近20亿元，我们预计未来5年收入或维持双位数增长，同时持续推行“糯+”战略，通过布局月饼、青团、速冻等品类打开第二增长曲线。2) **渠道维度**：电商渠道率先布局抖音，抢占直播电商红利，门店渠道通过小型化+社区化的单店模型迭代，把握线下渠道流量变迁红利；商贸渠道稳步下沉，浙江等成熟市场裂变做细，河南等新兴市场招商加大覆盖密度。

核心观点与投资概要

盈利预测与投资建议

预计2023-2025年营收分别为31.3/37.2/44.2亿元，分别同比+27.0%/18.9%/19.0%；归母净利润分别为2.3/2.8/3.4亿元，分别同比+64.7%/23.5%/21.8%；EPS分别为2.2/2.72/3.32元，对应PE分别为24/19/16X。公司虽然23年PE高于行业可比公司均值19X，但考虑到短期端午旺季+消费场景修复+成本压力缓和，23Q2业绩有望修复，业绩弹性在板块内较为突出，因此短期估值有望享受溢价，同时长期来看公司具备全渠道竞争优势以及老字号品牌护城河，粽子提价+品类扩张有望推动业绩持续实现较快增长，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

风险提示

下游渠道需求修复不及预期；新产品推广不及预期；行业竞争超预期；食品安全问题。

表：五芳斋盈利预测

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (百万元)	2462.10	3126.43	3717.49	4424.04
yoy	-14.9%	27.0%	18.9%	19.0%
归母净利润 (百万元)	137.48	226.42	279.73	340.67
yoy	-29.0%	64.7%	23.5%	21.8%
摊薄EPS (元)	1.34	2.20	2.72	3.32
市盈率	35.24	23.90	19.35	15.88
市净率	2.89	1.95	1.72	1.33

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

一、五芳斋：百年粽业龙头，多品类全渠道布局

二、行业：生命周期长青，渠道与品牌为核心

三、公司复盘：品牌与渠道为基，穿越多轮周期

四、核心优势：深挖品牌基因，捕捉渠道红利

五、未来展望：内部变革求新，有望再迎成长

六、盈利预测与投资建议

七、风险提示

附录

一、五芳斋： 百年粽业龙头，多品类全渠道布局



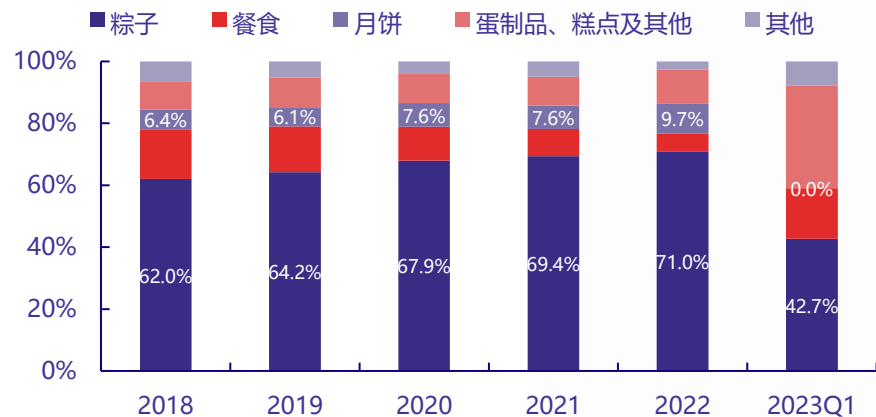
(一) 业务结构：中国粽业龙头，打造糯+产品矩阵

百年历史积淀，中国粽业龙头：公司成立于1921年，拥有约100年历史，凭借嘉兴特产粽子名满天下。1998年国企改制后成立上市实体五芳斋实业；2022年8月，上市成为“中国粽子第一股”。

围绕粽子基本盘，打造“糯+”产品矩阵：

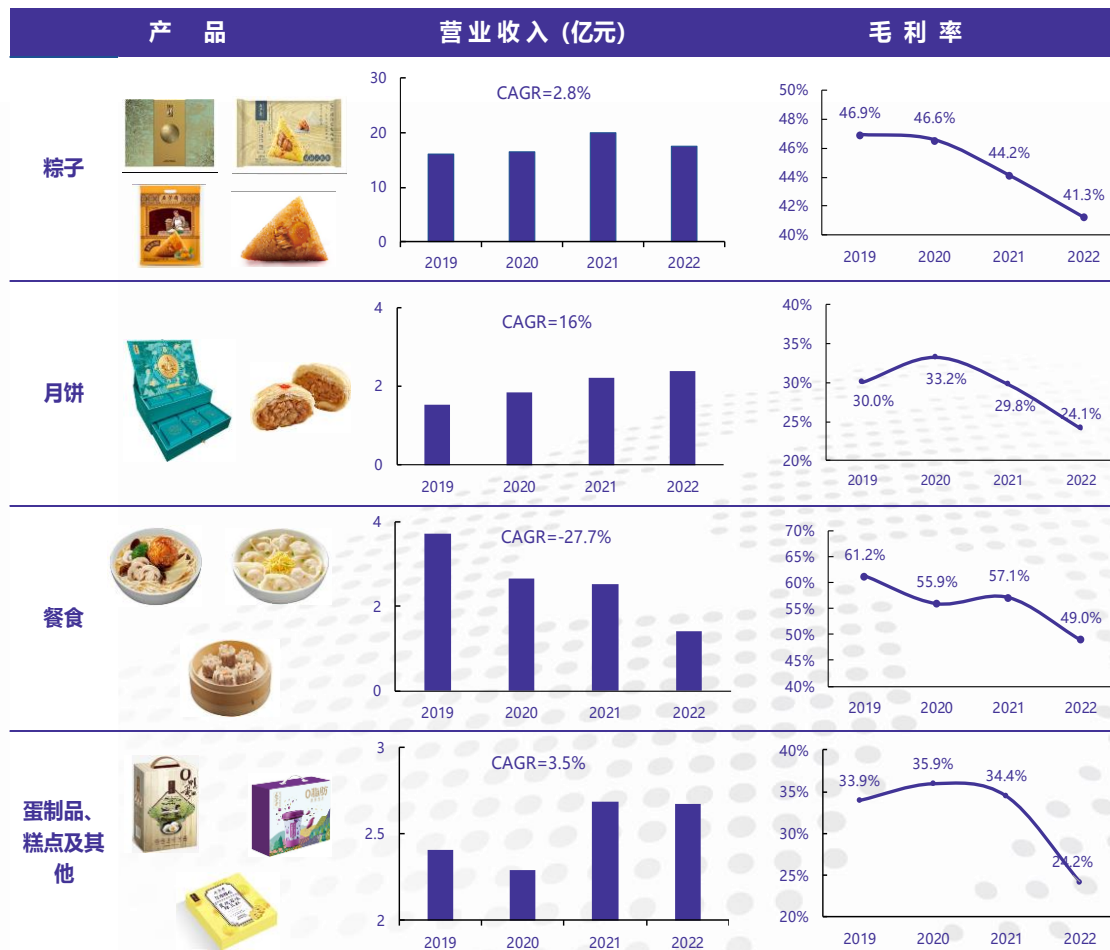
- 1) 粽子：核心大单品，22年营收17.5亿，占比71%，CAGR-5约3.9%。
- 2) 月饼：借助粽子渠道优势延伸月饼产品，聚焦中秋礼盒。22年营收2.4亿，占比9.7%，CAGR-5约11.4%。
- 3) 餐食：主要为餐饮门店，主营中式快餐小吃品类。22年营收1.41亿，占比7.5%，CAGR-5约-22.4%。
- 4) 糕点：主打嘉湖细点，已培育青团等多个潜力单品。22年营收2.67亿，占比10.9%，CAGR-5为5%。

图：粽子是五芳斋最主要收入来源



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：五芳斋围绕粽子为中心的多元化产品结构

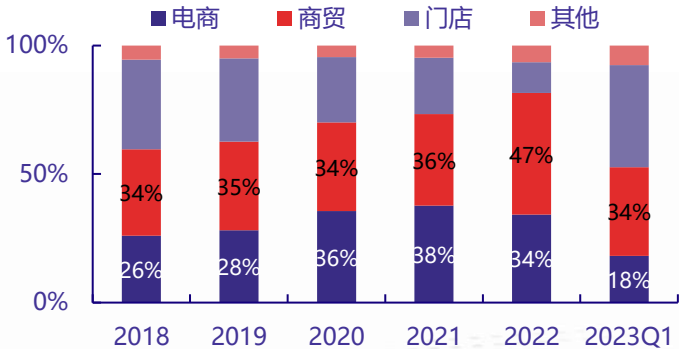


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 渠道：全渠道覆盖，受益多轮红利

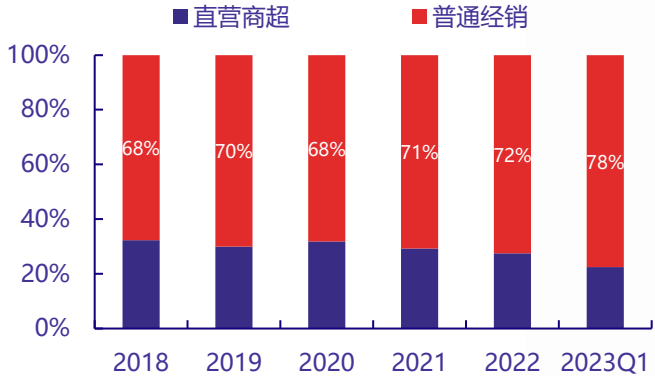
- 1. **结构：电商/商贸/门店全渠道覆盖。**2022年，公司三大渠道分别占比34.3%/47.2%/12%。其中，电商渠道占比增速较快，相较于18年增长8.3pct。
- 2. **趋势：商超红利与电商红利相继释放。**1) 公司线下渠道覆盖各大KA/连锁超市，同时着力拓展线下经销商。2) 2009年公司成立电商部，先后开拓淘宝/京东/抖音等电商渠道，为线上化注入动能。

图：五芳斋整体渠道（收入结构）



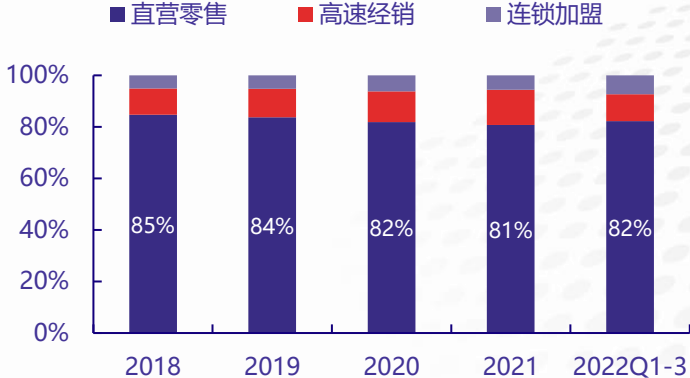
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：五芳斋商贸渠道细分（收入结构）



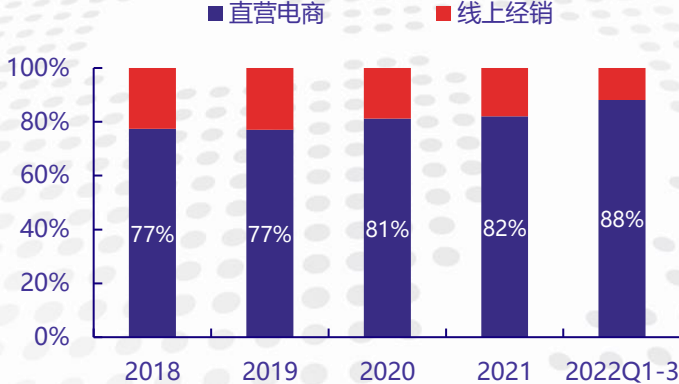
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：五芳斋门店渠道细分（收入结构）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：五芳斋电商渠道（收入结构）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 渠道：全渠道覆盖，受益多轮红利

门店-结构：直营与加盟并行。2022年末，公司共有门店401家，同比-77家；拆分结构来看，直营/合作经营/加盟/经销商门店占比约36%/8%/8%/48%（21年末数据）。

门店-趋势：由直营向经销转型。①经销门店快速增长：21年末公司经销商门店230家，占比较2018年提升8.7pct，持续挤占直营门店份额，主要系线下餐饮经营不达预期。

②直营门店数量/比例均收缩：22/21年末公司直营店138/169家。对比18年，直营店比例缩减8.9pct，主要系受疫情影响导致线下餐饮经营业绩不佳+公司线上化策略持续加码发力电商渠道。据招股书，2021年公司169家直营店有69.2%处于亏损状态。

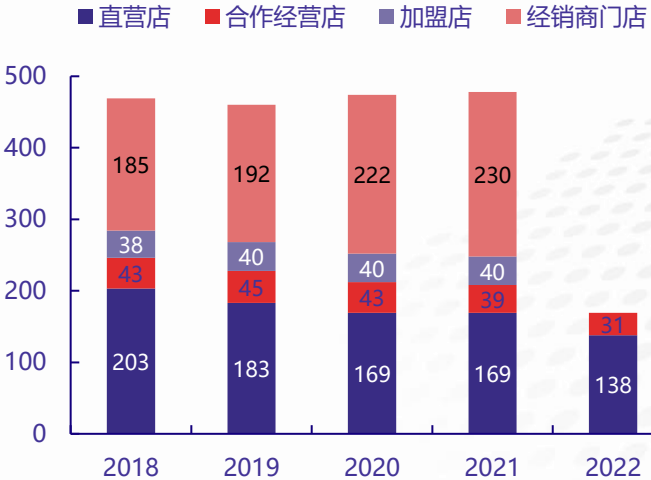
③合作经营店/加盟店数量稳定：随着公司开始探索新业态零售门店，未来商业模式成熟后有望放开加盟渠道，拓展新业态加盟店数量。

表：五芳斋门店类型

分类	特点
直营店	公司直接独立运营管理。
合作经营店	公司拥有门店经营权，自主经营承担日常经营费用，合作方承担房租/物业/固定资产/维修等费用，获得销售额提成。
加盟店	公司与经营方签订合同，在门店内销售公司产品。公司负责监督经营情况，经营方自主经营自负盈亏。
经销商门店	公司与渠道经销商签订经销协议，授权经销商按照协定区域和渠道销售，经销商负责独立运营自有门店。不经营餐饮业务。

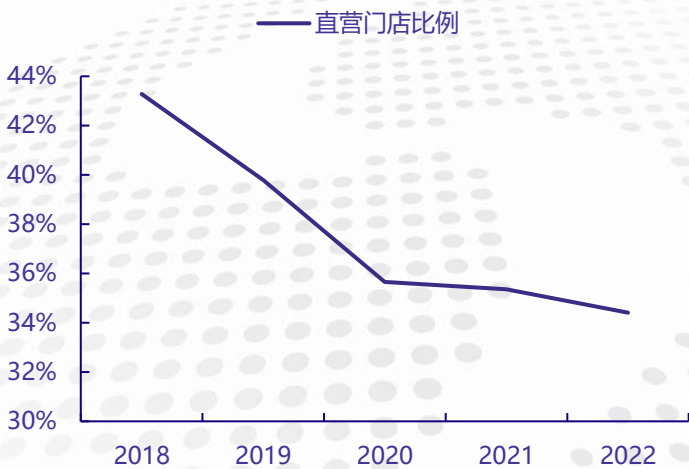
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：五芳斋经销商门店快速增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
 注：公司未披露2022年加盟店、经销商门店数

图：五芳斋直营门店比例持续下滑



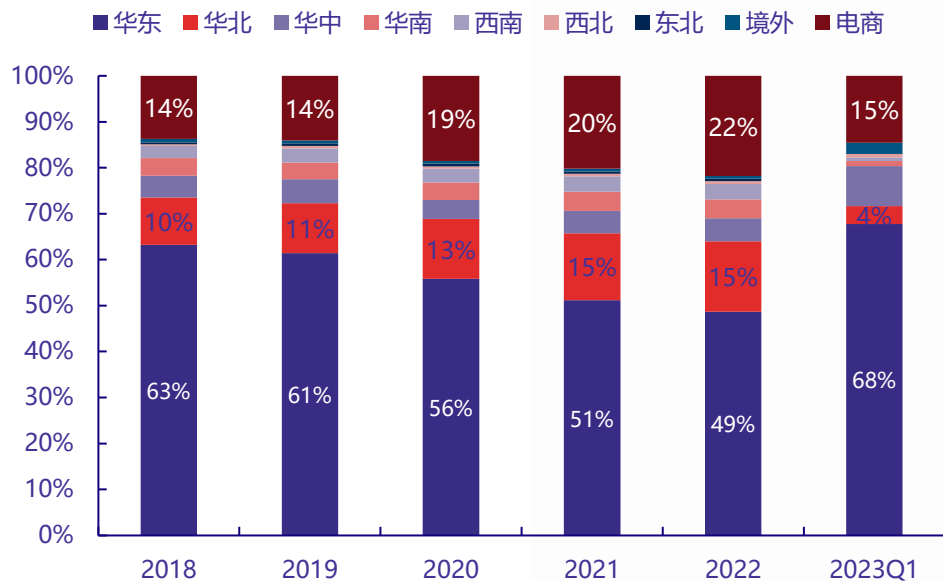
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 区域：以华东为基地，泛全国化扩张

公司深耕华东市场，在当地市占率高竞争优势强，同时利用中华老字号的高品牌知名度向全国推广嘉兴粽子的金名片。

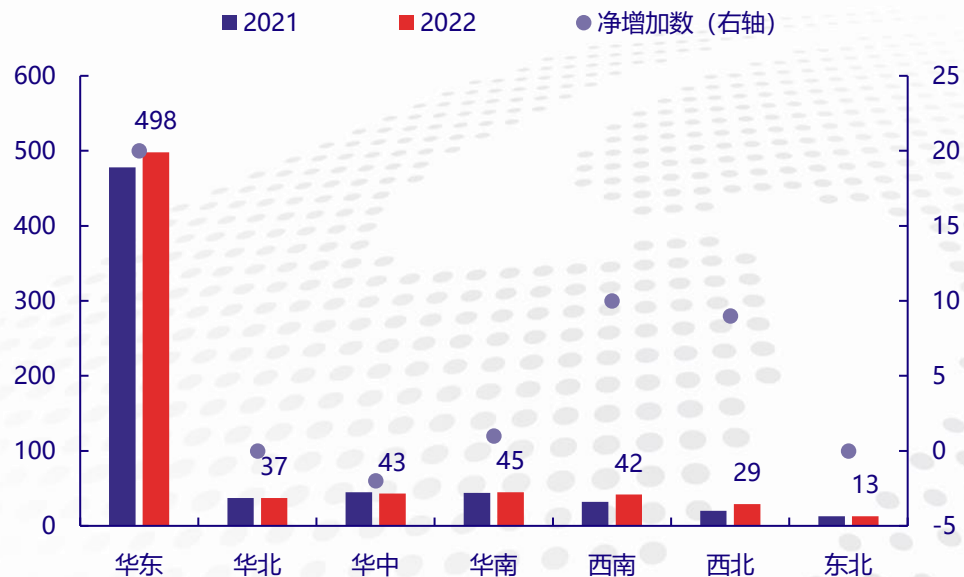
- **1.收入端**：21年公司华东收入占比过半，随全国化推进，22年华东收入占比已下降至48.7%。
- **2.经销端**：22年末，公司共有707家经销商，同比+38家。除主要营收来源华东市场+20家外，新兴市场拓展成效显著。西南/西北市场分别增加10/9家经销商。

图：五芳斋立足华东发展全国市场



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：五芳斋新兴市场经销商数量增加较快

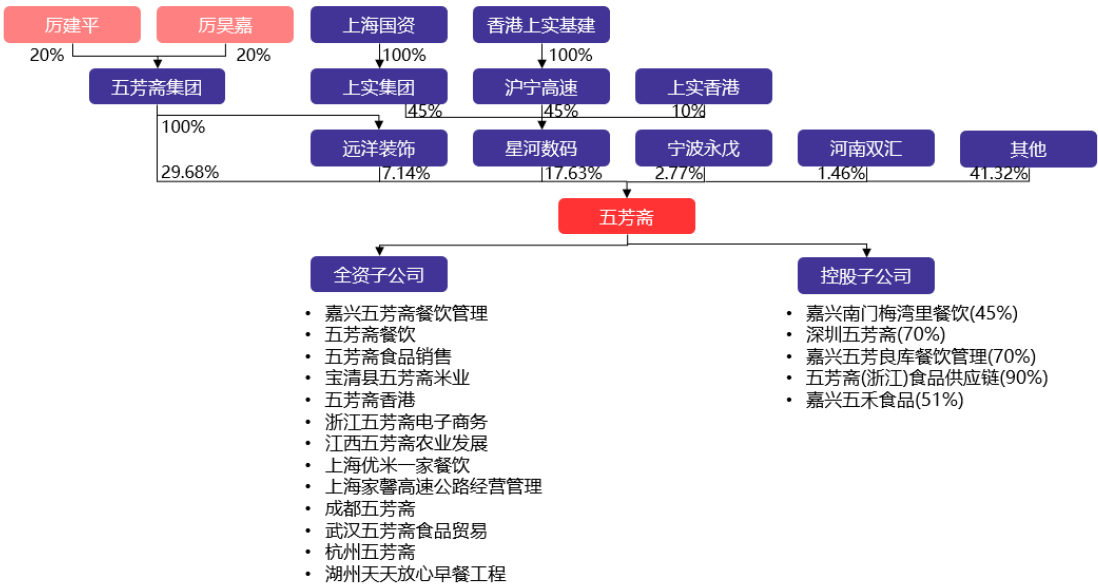


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(四) 股权：结构较为分散，激励注入新动能

- 1、**股权结构**：国企改革后多次引入战投，股权结构分散。23Q1，前十大股东合计持股65.9%。母公司五芳斋集团中，实控人厉氏父子与其余4名股东为一致行动人，共控制五芳斋集团69%股权的表决权，直接与间接共控制五芳斋实业25.4%股权。**2012年沪宁高速入股使五芳斋拥有的独特的高速经销渠道优势继续放大。**
- 2、**股权激励**：IPO后首次股权激励，再添发展新动力。2月6日，公司对管理人员/技术人员80人以21.72元的价格授予200万股。考核以22年为基数，23-25年营收分别增长21%/40%/61%，扣非净利润增长分别18%/39%/63%。

图：五芳斋股权结构较分散（23Q1数据）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表：五芳斋股权激励计划激励对象名单

姓名	职务	授予股数 (万股)	占授予总量比例	占股本比例
马建忠	董事、总经理	29.59	14.8%	0.29%
马冬达	副总经理	10.5	5.25%	0.1%
徐炜	副总经理	6.68	3.34%	0.07%
沈燕萍	副总经理	6.68	3.34%	0.07%
陈传亮	董事、财务总监	6.21	3.11%	0.06%
于莹茜	董事会秘书	6.21	3.11%	0.06%
黄锦阳	人力资源总监	5.73	2.87%	0.06%
其他中层管理人员、核心技术(业务)骨干共73人		128.4	64.2%	1.27%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(五) 管理：团队产业经验丰富，年轻人运营老字号

1、产业经验丰富，覆盖快消/电商/餐饮。公司核心管理团队多年深耕快消行业，部分来自基层提拔，对粽子品类有深刻的理解；部分来自同行/股东，有丰富的营销/品牌/渠道运营经验能够借鉴。

2、团队偏年轻化，为老字号注入生机。公司高管平均年龄49岁，对新事物和新战略接受度高，管理方式较灵活，可有效领导公司战略调整转型。

表：五芳斋高管履历丰富且年轻化（22年末数据）

姓名	职务	入职年月	直接持股比例	学历	年龄	主要履历
厉建平	董事长、董事	2002.4	0	专科	67	瑞安县公安局、嘉兴市公安局、五芳斋集团董事长等
魏荣明	副董事长、董事	1993.2	0.33%	专科	61	嘉兴市食品公司副科长、五芳斋总经理、五芳斋集团副董事长等
戴巍巍	董事	2017.6	0	硕士	54	上海地铁部门副经理、上海市政工程管理局科员、上海嘉金高速常务副总、上实助理总经理、沪宁高速总经理、申渝公路总经理等
马建忠	董事、总经理	1997.7	0	硕士	46	五芳斋业务员、宁波分公司经理、市场部经理等
常晋峪	董事	2013.7	0	硕士	51	上实管理部门经理、上海路桥副总经理、星河数码副总经理、沪宁高速总经理、申渝公路总经理等
陈传亮	董事、财务总监	2015.12	0	硕士	41	月亮湾高尔夫球球会会计、五芳斋子公司会计、五芳斋财务总监兼财务经理等
马冬达	副总经理	2010.1	0	硕士	47	五丰食品业务员、祐康食品分公司经理、五芳斋嘉兴分公司经理、武汉大区经理、全渠道营销中心总经理
徐炜	副总经理	2010.1	0	硕士	50	华联商厦经理助理、五芳斋办公室秘书、五芳斋总裁秘书、运营管控总经理、品牌总监等
沈燕萍	副总经理	2004.12	0	专科	47	嘉兴大酒店副经理、五芳斋总店店长、连锁专卖部总经理、全渠道营销中心副总经理等
于莹茜	董事会秘书	2019.5	0	本科	37	富邦华一银行、诺亚正行基金销售公司等
黄锦阳	人力资源总监	2007.7	0	硕士	40	五芳斋人事总管、绩效总管、人力资源部经理等
厉昊嘉	总审计师	2018.2	0	硕士	38	法国尼克夏会计事务所高级审计师、工行巴黎分行会计、安永审计部经理、新加坡上实环境国际发展经理、五芳斋董秘等

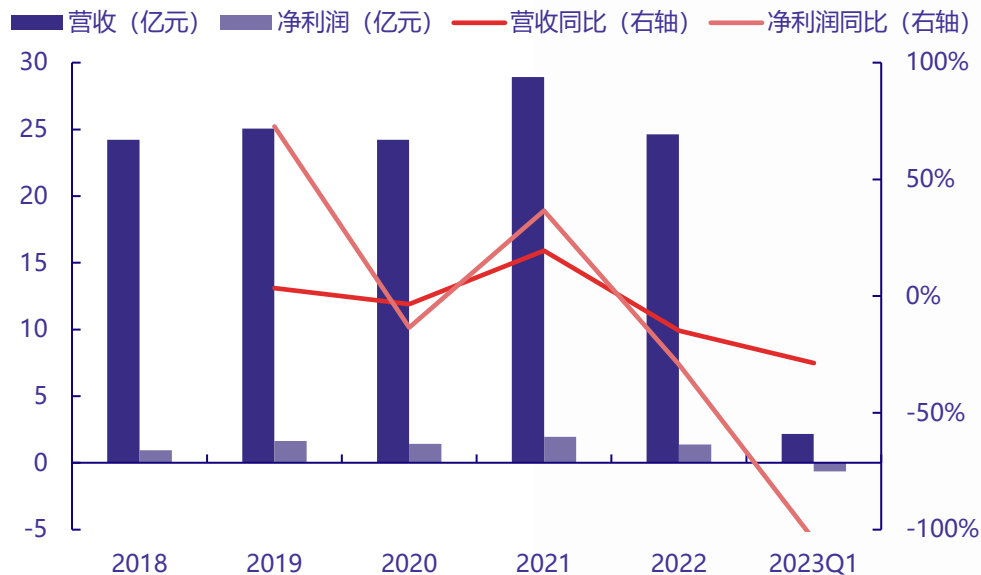
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(六) 业绩：中长期稳健增长，短期季节性波动

中长期稳健增长，粽业长青与品类扩张：18-22年，营收CAGR约0.5%，主要归因于20-22年疫情扰动，若剔除22年疫情影响，即18-21年CAGR约6.1%，主要得益于粽子提价与月饼等新品扩张；净利润CAGR约26.6%，主要得益于产品结构优化及提价。

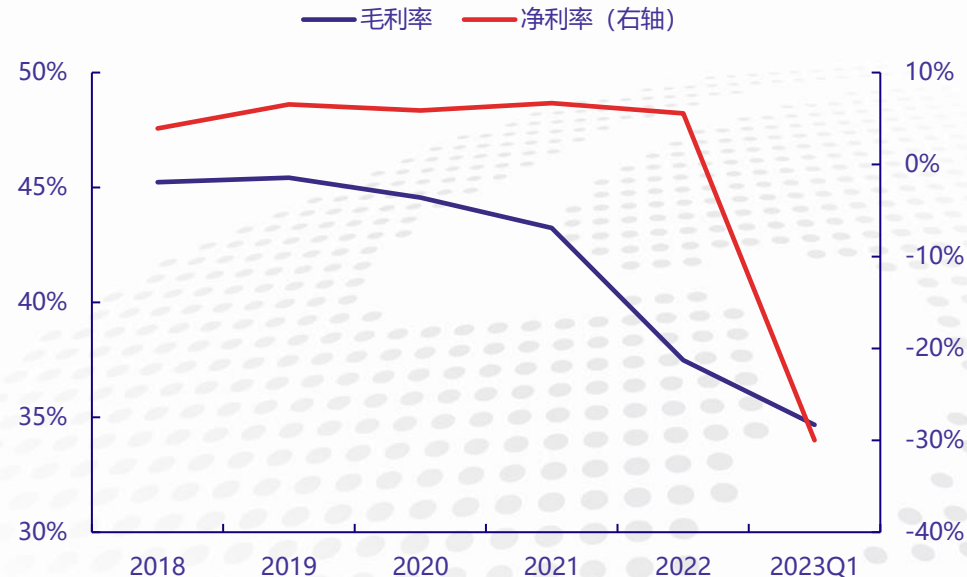
短期季节性波动，23Q1报表端承压：1) 23Q1营收负增长系端午节推后20天压缩经销商提货，实际上公司合同负债同比+106%，Q2批量出货可充分释放增长弹性；2) 23Q1利润承压系全年费用投入于Q1释放、三费周期与销售周期差异所致。

图：五芳斋18-22Q3营收利润



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：五芳斋18-22Q3毛利率与净利率



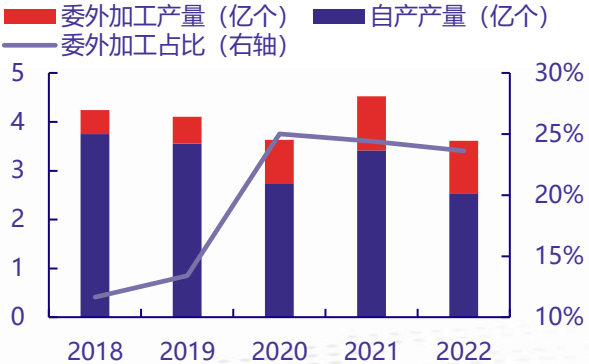
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(六) 业绩：中长期稳健增长，短期季节性波动

公司业绩存较大季节性波动，主要系粽子/月饼等产品消费特征影响。

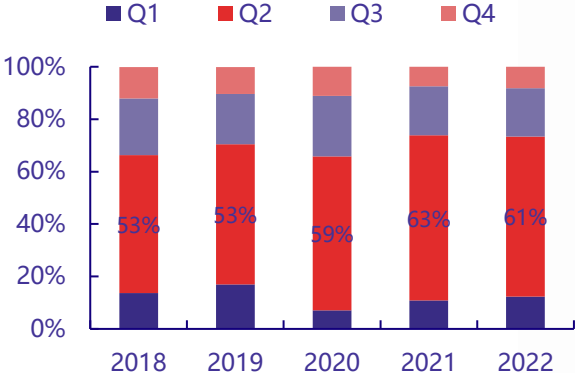
- 1) **收入季节性**：公司收入依赖粽子，每年端午节前后是销售旺季，Q2收入占比过半，Q3中秋节为公司第二大销售旺季，收入占比约20%。
- 2) **产能季节性**：21年末公司有嘉兴基地粽子产能3.5亿个，成都基地1亿个，每年Q2是产能利用率高峰，近年利用率均突破200%。
- 3) **成本季节性**：公司无法满足旺季需求，须委外加工/临时招聘包粽工人，造成Q2人力成本占比偏高。粽子主料糯米采购自五常昌旺，一年仅一产，猪肉来自双汇/龙大/遂宁高金，易受农产品价格周期影响。销售旺季为应对人力不足，公司额外加购无需清洗的冰鲜叶，加大旺季成本压力。但公司目前亦在积极推出新式传统糕点等品类，并拓展自产粽叶基地，以平滑季节性影响。

图：五芳斋粽子委外加工占比较高



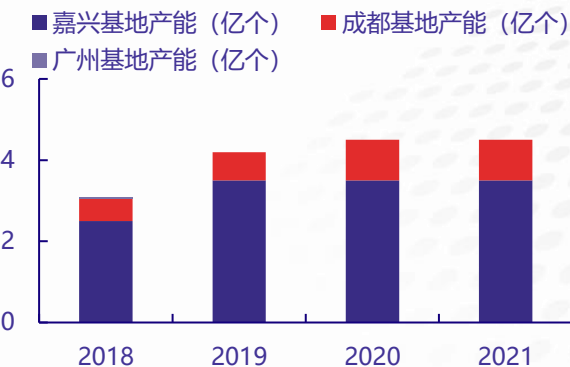
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：五芳斋收入集中于Q2



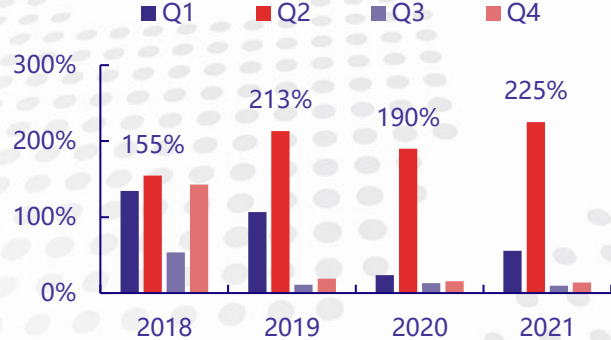
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：五芳斋共有粽子产能4.5亿个



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
注：2018年末公司广州基地停产。

图：Q2是五芳斋粽子产能利用率高峰



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、行业： 生命周期长青，渠道与品牌为核心

(一) 粽子

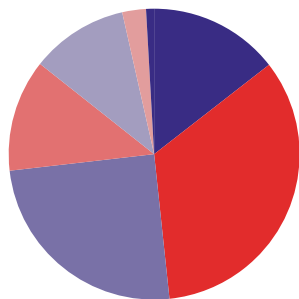
1. 品类属性：长青 VS 周期

作为传统节令美食，我们认为粽子与月饼均具备典型的二相性，即“长青性”与“周期性”，并且随着消费场景的拓宽与头部品牌的技术日臻成熟，行业的“周期性”特征愈加淡薄。

- **赛道长青-长期：**1) 粽子存在2000年，与端午节紧密绑定，其本质是传统文化在食品饮料领域的符号，在未来漫长时间内难以被替代；2) 大众化消费品，消费者覆盖全年龄、全职业、全收入段，因此具备较强的生命力，且多样化的需求为行业带来较大的成长空间。
- **周期波动-短期：**1) 季节性的波动，一方面粽子全年产销旺季集中在端午节前1个月至节后1周（五芳斋Q2收入比重约50%-60%），另一方面主要原料箬叶采摘季节为6月上旬-8月；2) 易受宏观周期的波动，主要系粽子中有较多送礼产品，可选属性较强。

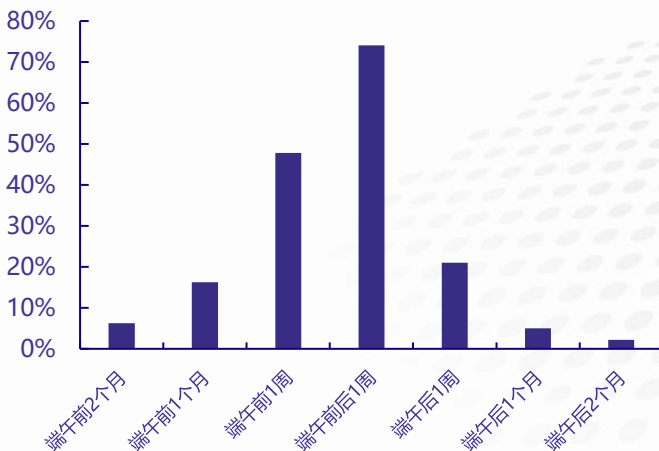
图：粽子覆盖全年龄段消费者

■ 18-24岁 ■ 25-29岁 ■ 30-34岁 ■ 35-39岁
■ 40-49岁 ■ 50-59岁 ■ 60岁及以上



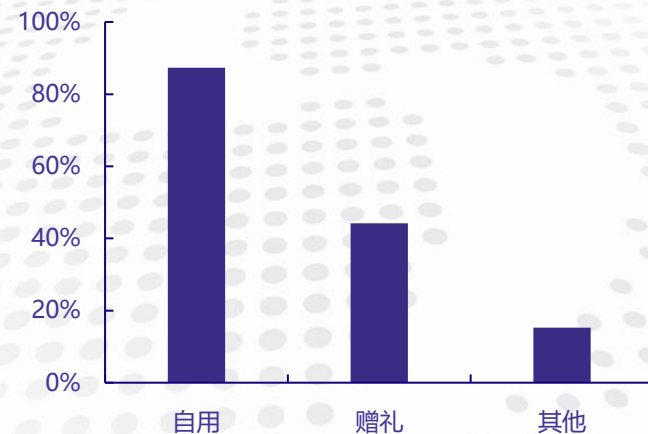
资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

图：端午前1个月至节后1周是粽子消费旺季



资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

图：自用和赠礼是主要消费场景



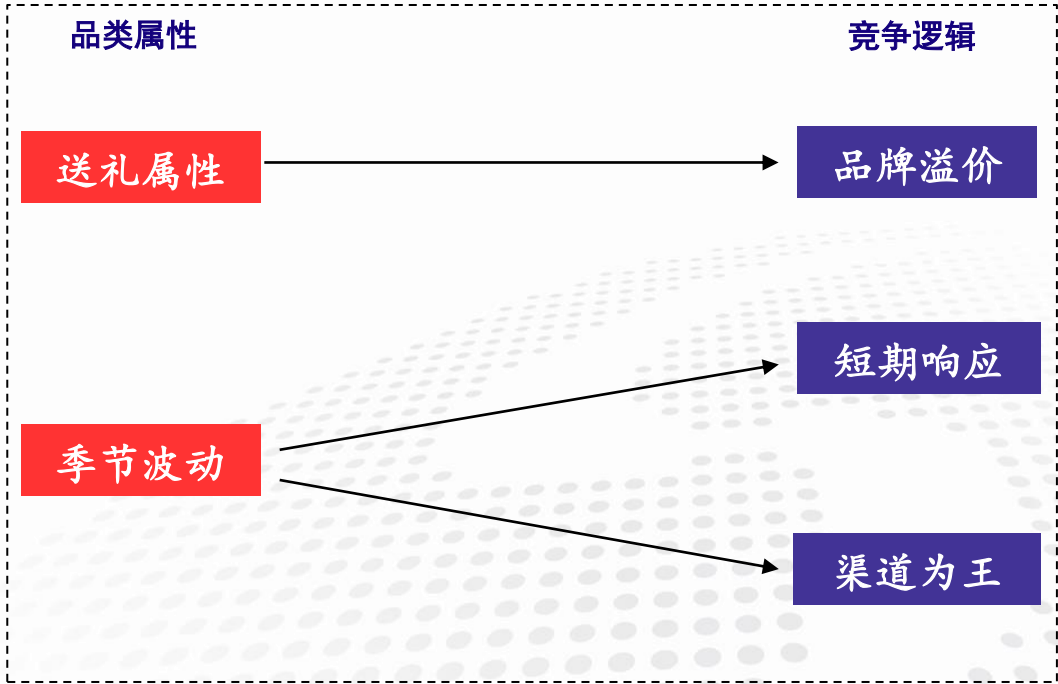
资料来源：消费质量报，中国银河证券研究院

(一) 粽子

2. 竞争逻辑：品牌溢价与短期响应

- 品牌溢价：**考虑到粽子本质是传统美食的文化符号，并且拥有较多的送礼消费场景，因此文化底蕴与品牌价值在行业竞争中的重要性愈加凸显。从这一角度来看，拥有老字号与非物质文化遗产认证的公司具备强大的品牌护城河，并且随着不断进行年轻化，生命周期得以延长，护城河得以加宽。
- 短期响应：**生产端，产季高度集中在5-6月，因此短期非常考验厂商对销量的预估以及原料采购和人力组织能力；销售端，旺季集中在节前一个月至节后一周，因此短期铺货能力以及推销能力十分重要。
- 渠道为王：**考虑到粽子旺季集中在端午节前后，且其他月份消费频次非常低，难以形成规模化、高周转的全年大单品来打通所有渠道，因此公司实现规模扩张更多依靠单一渠道的推力。

图：品牌溢价与短期响应是粽子行业重要的竞争逻辑



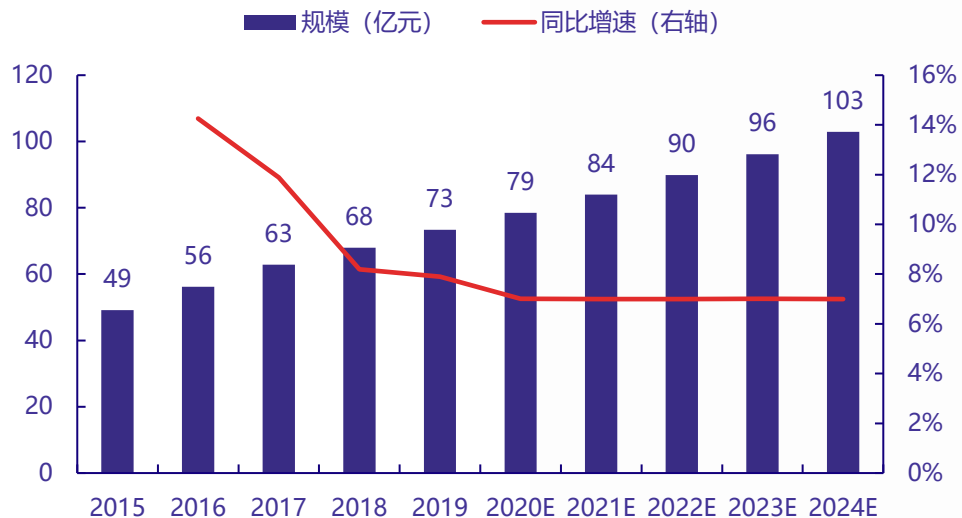
资料来源：中国银河证券研究院

(一) 粽子

3.行业空间：规模约70-100亿元，长期维持约10%增长

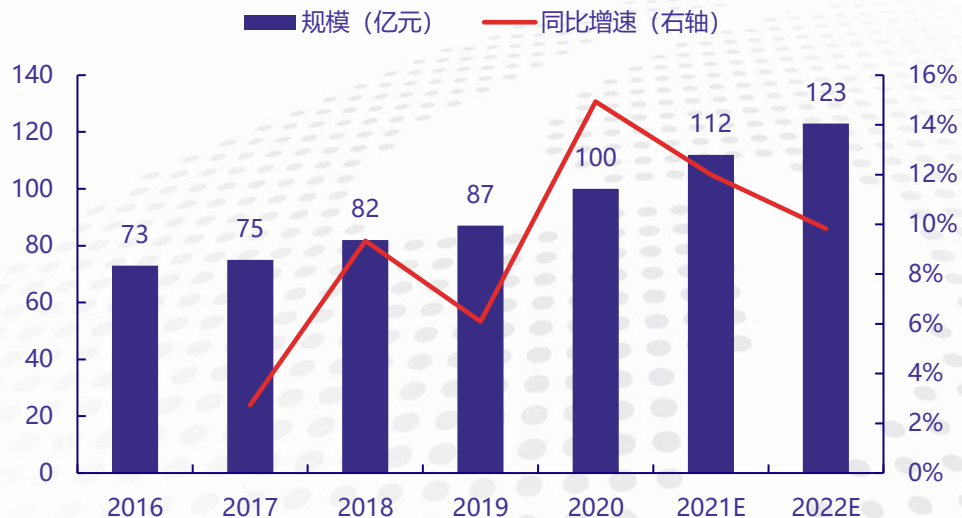
- 据《中国食品》预测，2019年粽子市场规模73亿元，同增7.9%。15-19年CAGR约10.5%。预计2024年我国粽子市场规模约103亿元。
- 据Uresearch预测，2020年粽子市场规模100亿元，同增14.94%。16-20年CAGR约8.2%。预计2022年我国粽子市场规模约123亿元。

图：《中国食品》预测我国粽子市场规模



资料来源：五芳斋招股书，中国食品，中国银河证券研究院

图：Uresearch预测我国粽子市场规模



资料来源：Uresearch，中国银河证券研究院

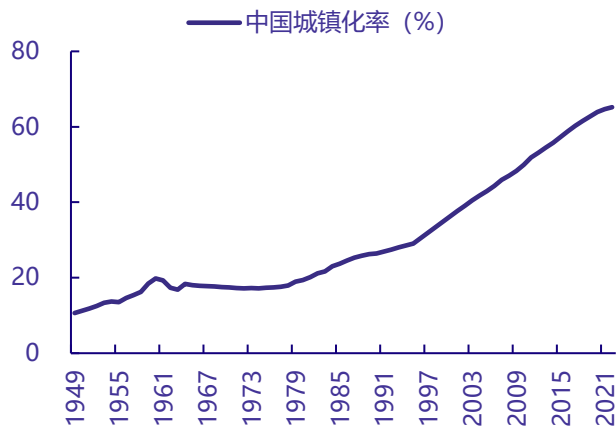
(一) 粽子

3.行业空间：规模约70-100亿元，长期维持约10%增长

从驱动力来看，我们认为行业未来有望持续增长的主要原因在于：

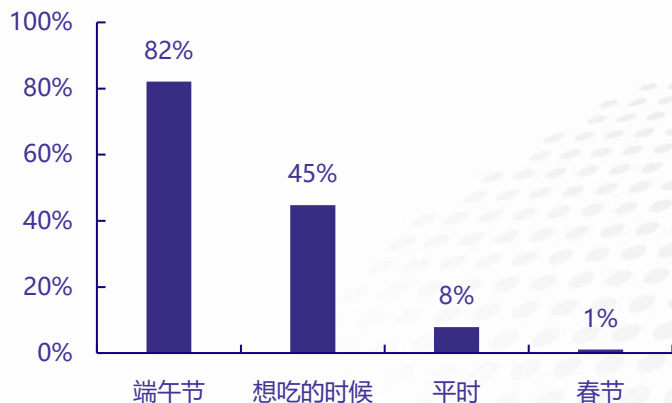
- **C端**：城市化率快速提升，消费者在快节奏生活环境下需要方便快捷的食品；粽子相较于其他速冻食品/方便食品，可凭借高国民接受度、高热量、真空装耐储存的特征，从早餐市场出发，进一步打开日常消费市场需求。
- **B端**：餐饮连锁化+降本增效，推动粽子等品类标准化。据美团，小吃快餐连锁化率从18年到22年提升了9pct。人力成本攀升/餐品口味控制的要求下，粽子需要实现标准化生产以保持口味和品质的连贯性。

图：我国城市化率快速提升



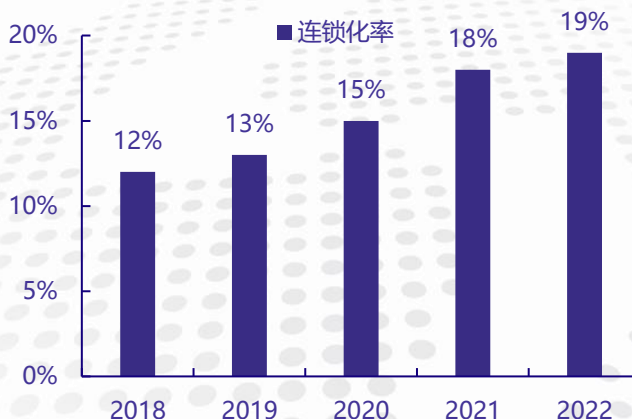
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图：近45%消费者建立粽子日常消费习惯



资料来源：消费质量报，中国银河证券研究院

图：我国餐饮业连锁化率稳步提升



资料来源：美团，中国银河证券研究院

(一) 粽子

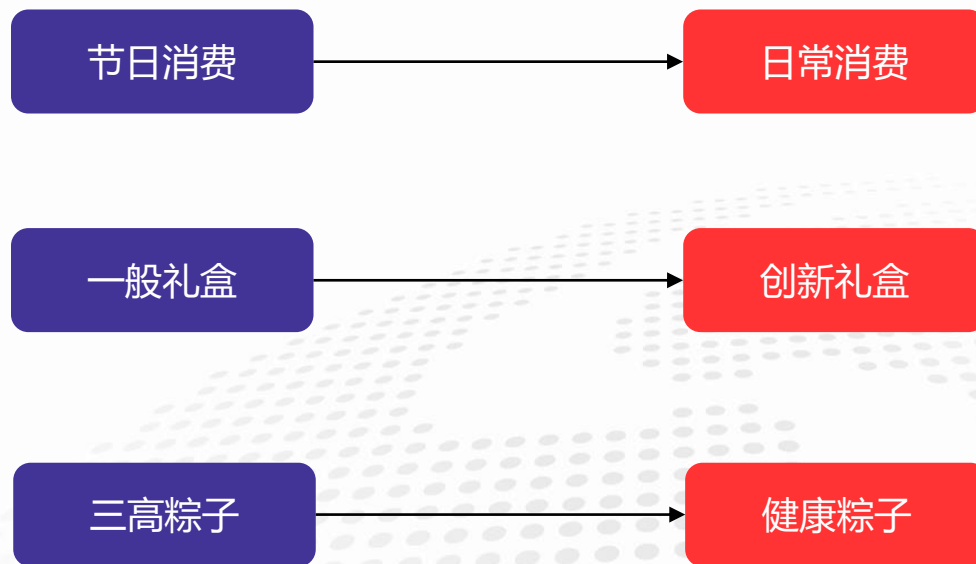
3.行业空间：规模约70-100亿元，长期维持约10%增长

从成长路径来看，我们认为行业未来有望持续增长的主要原因在于：

- **日常化**：散装粽子拓展日常消费场景以平滑销售季节性波动曲线。C端培养消费习惯，粽子从节日食品转变为一般日常食品。B端粽子加快餐饮渠道渗透。
- **创新化**：节日礼盒粽子适应年轻群体多层次需求结构，在包装/口味上创新以迎合新国潮/新中式/文化跨界等消费潮流，为高端产品注入文化溢价。
- **健康化**：传统粽子高盐/高糖/高热量是其推广短板，市场需要低盐/低糖/糙米等健康粽子新品开发以适应消费者的健康消费需求。

总体上，粽子处于日常化+高端化双线并行的新发展周期内，日常化利好三全/思念等速冻散装粽子品牌，高端化利好五芳斋/真真老老/广州酒家等传统老字号。

图：粽子正处于日常化+高端化双线并行的生命周期内



资料来源：中国银河证券研究院

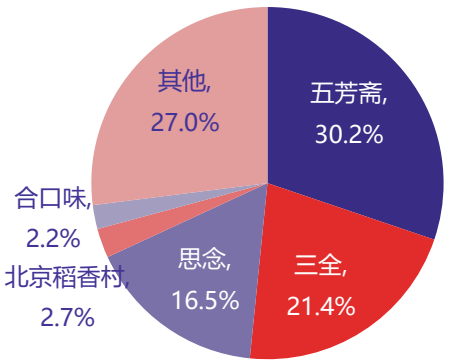
(一) 粽子

4.竞争格局：整体区域割据，现代渠道寡头竞争

粽子市场集中度高，2019年商超渠道前5大品牌为五芳斋、三全、思念、稻香村、合口味，CR5=73%。

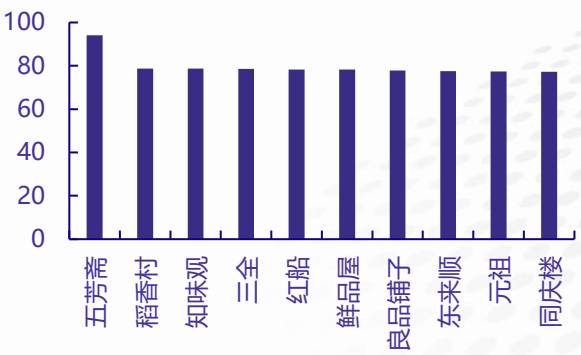
- **寡头竞争格局，五芳斋稳居龙头。**2019年商超渠道，五芳斋以30.2%市占率稳居第一，连续多年蝉联端午节粽子品牌排行榜首位。紧随其后的为速冻粽子企业三全/思念，市占率分别为21.4%/16.5%。
- **非现代渠道充斥较多小作坊。**少数龙头占据市场核心地位，以小食品厂/个体户/夫妻店为代表的粽子企业数量庞大填充剩余少部分市场，竞争较为激烈。
- **行业存在品牌壁垒。**粽子消费者倾向于选择高知名度品牌，龙头企业可拥有坚固的品牌护城河。部分地方性企业在本地享有较高知名度和市占率，稳固把控当地市场。

图：2019年粽子商超渠道市占率结构



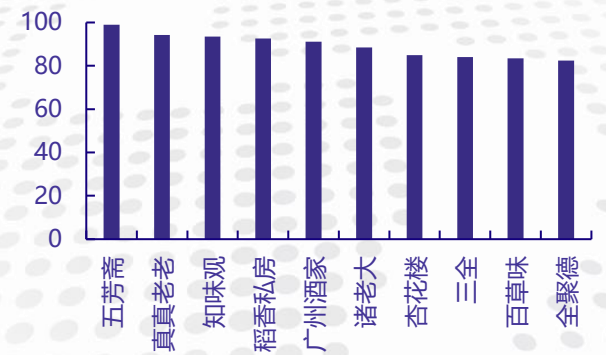
资料来源：五芳斋招股书，中国银河证券研究院

图：22年主要粽子品牌排行top10



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图：21年主要粽子品牌线上发展指数top10



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

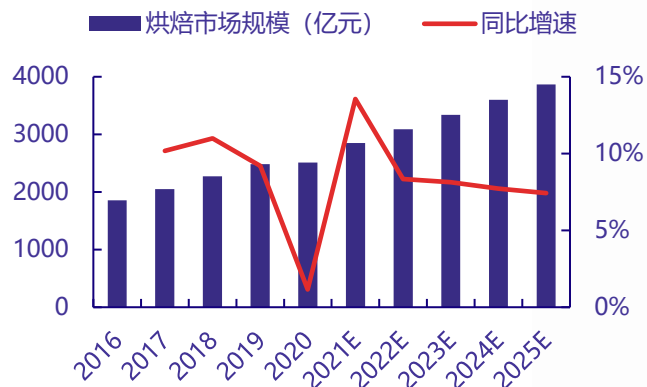
(二) 月饼

1.行业空间：规模约200亿元，长期维持约8%增长

依托庞大的烘焙市场持续增长：据欧睿，16-20年我国烘焙市场CAGR为7.8%，《中国食品》估计我国月饼市场同期CAGR约8.5%，艾媒咨询估计月饼礼盒市场同期CAGR为8.1%。

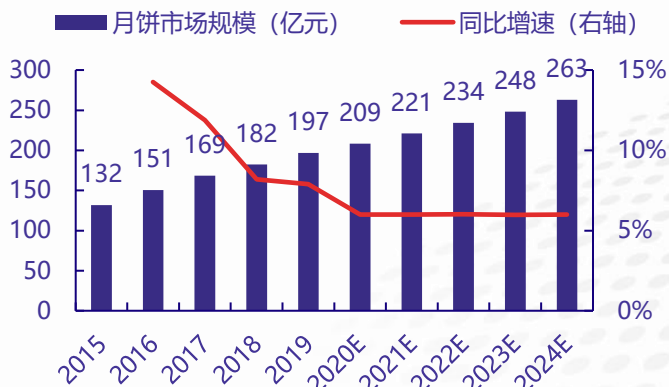
高端化与礼品属性更加明显：相较于粽子，月饼无明显的日常化消费倾向，更加侧重送礼消费场景，因此高端化占比与礼盒装占比更高。

图：我国烘焙食品市场规模及增速



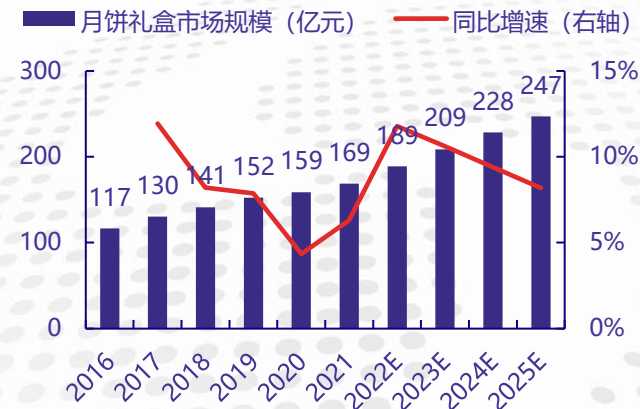
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图：我国月饼市场规模及增速



资料来源：《中国食品》，中国银河证券研究院

图：我国月饼礼盒市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

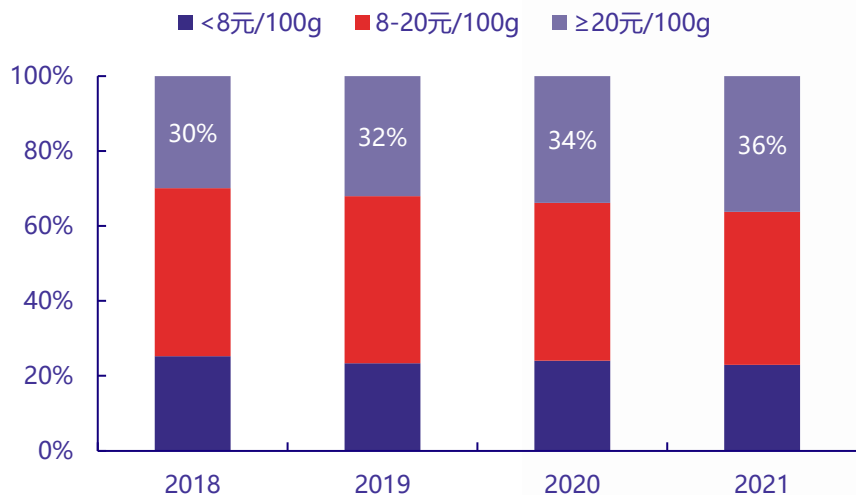
(二) 月饼

1.行业空间：规模约200亿元，长期维持约8%增长

从成长路径来看，我们认为行业未来有望持续增长的主要原因在于：

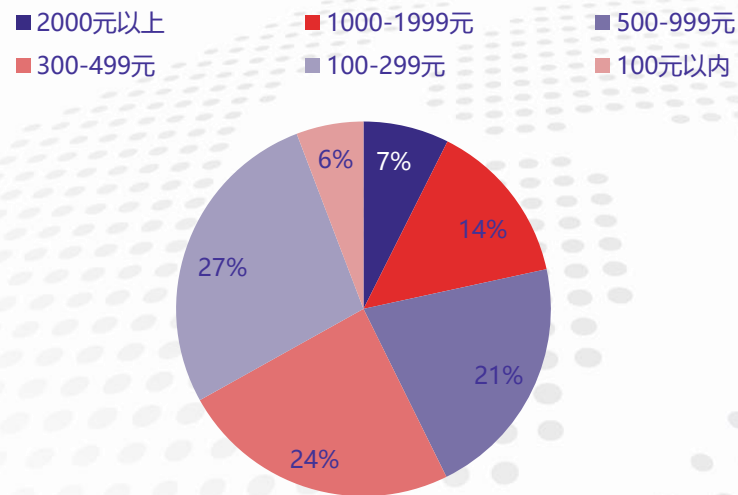
- **1) 高端化：**月饼赠礼需求高于粽子+日常消费薄弱，天然具有更优的高端化潜力。随着人均收入增长+赠礼需求扩张，月饼礼盒可通过文化赋能/包装升级/新式口味等方式提升附加值。
- **2) 创新化：**月饼创新体现在口味/外观/包装/文化等多种方式，为月饼持续赋予新内涵，实现月饼品类多样化发展。
- **3) 健康化：**在月饼高油/高糖/高热量固有缺陷下，新式月饼需要更多着眼于消费者健康生活方式需求，推出糖醇/低糖/低热量/轻量化的健康月饼品类。

图：高档月饼销售额占比持续增长



资料来源：木丁快速消费品研究，中国银河证券研究院

图：19-21年消费者平均购买月饼支出



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

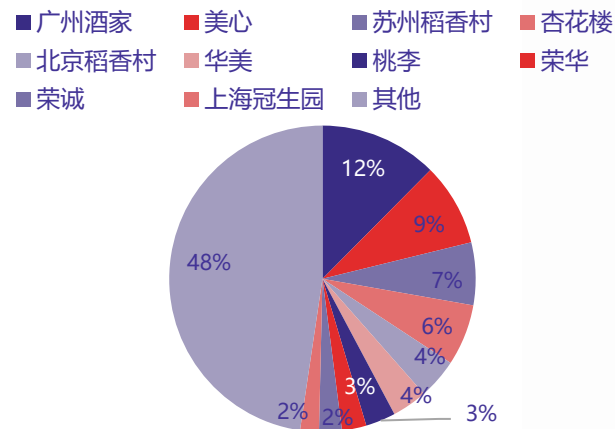
(二) 月饼

2.竞争格局：区域化竞争，格局相对分散

月饼市场集中度低于粽子。据木丁快速消费品对线下渠道的统计，2021年商超渠道前5大品牌为广州酒家/美心/苏州稻香村/杏花楼/北京稻香村，合计占有商超38.5%份额。

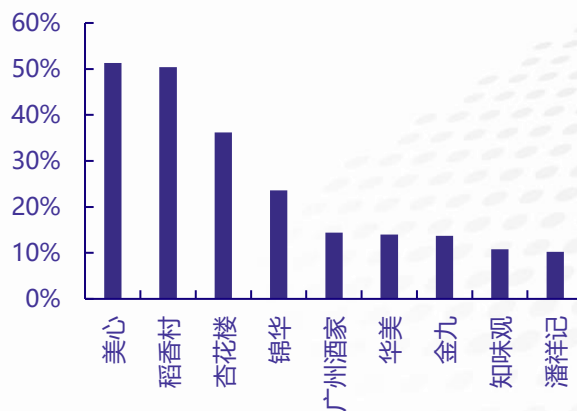
- 1) 广酒/美心等老牌高端月饼品牌龙头地位较显著，市占率稳中有升。21年广酒/美心继续维持线下渠道市占率前两名地位，市占率分别为12.44%/8.73%，同比+0.08/0.58pct。
- 2) 中小月饼企业充分竞争。市场上除美心/华美等专门月饼企业外，生产企业类型众多，例如烘焙企业兼营月饼的桃李/北京稻香村、餐饮企业兼营月饼的西安饭庄/杏花楼。大量中小企业占有剩余份额并充分竞争。
- 3) 部分中小地方型企业在当地享有较高知名度和市占率。如潘祥记在西南市场市占率9.82%，仅次于美心；米旗在西北市场市占率27.96%稳居第一，超第二位16pct。

图：21年线下月饼市场较分散



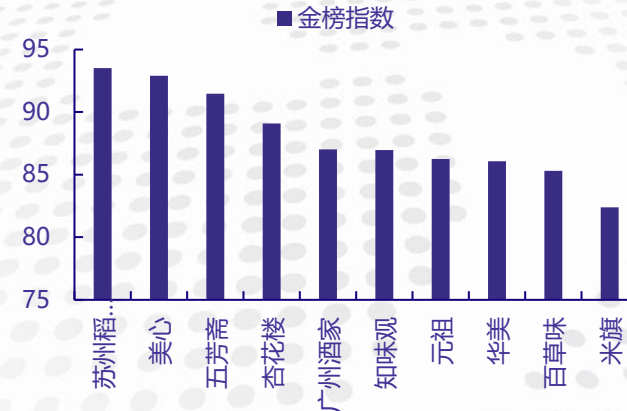
资料来源：木丁快速消费品研究，中国银河证券研究院

图：消费者月饼礼盒品牌偏好排名



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图：21年月饼品牌top10排名



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

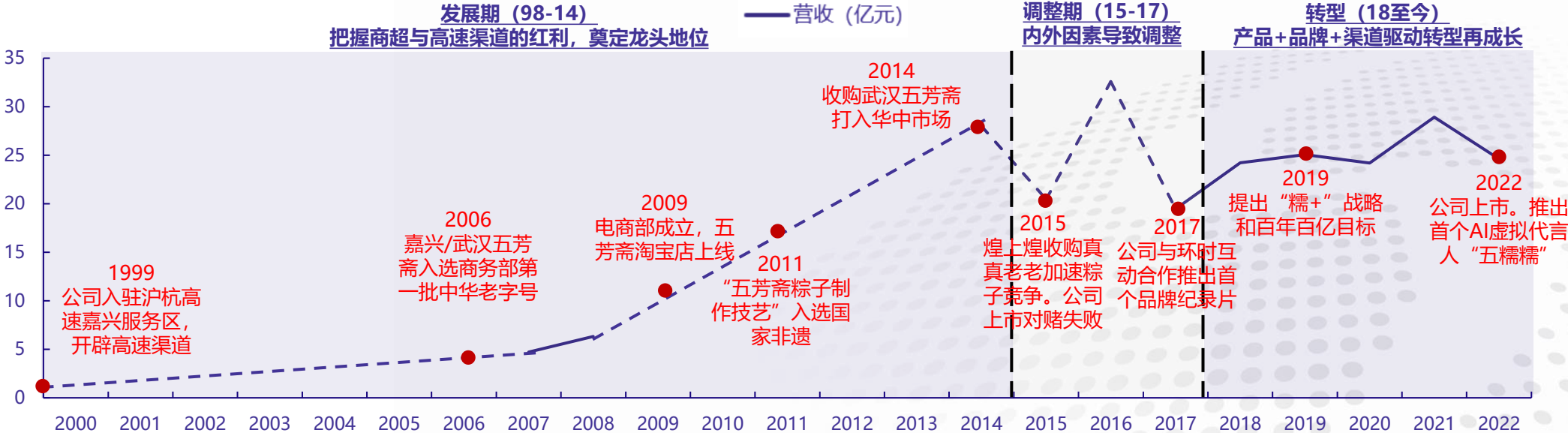
三、公司复盘： 品牌与渠道为基，穿越多轮周期



公司复盘：品牌与渠道为基，穿越多轮周期

- 公司改制后历经三十年，穿越多轮产业周期，共经历三个阶段：
- 1) **发展期**：1998-2014，渠道轮动下收入实现高增，奠定行业龙头地位。
- 2) **调整期**：2015-2017，行业衰退+竞争加剧，公司开始转型。
- 3) **转型期**：2018至今，产品/品牌/渠道多轮驱动，产品多次裂变完成糯米中心的多元品类，品牌营销转向年轻化，渠道快速推广线上电商。公司营收步入稳健增长期。

图：五芳斋发展阶段划分



资料来源：公司公告，公开资料整理，中国银河证券研究院
 备注：虚线表示预测数值

(一) 发展期 (98-14) : 二大渠道红利, 营收实现高增

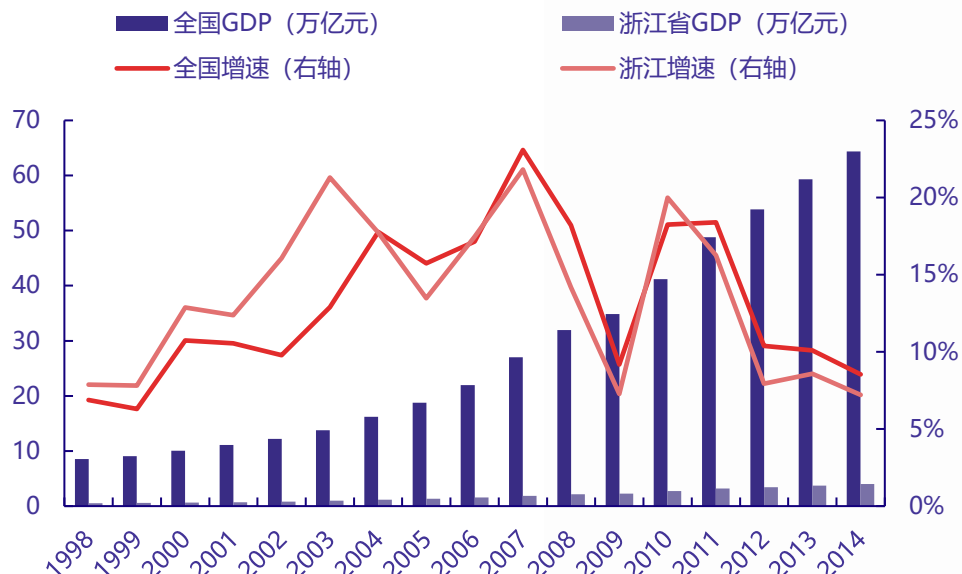
发展期：公司基本面良好，区域快速扩张，营收从2003年2亿增长到2014年约28亿，CAGR约27.1%，主要得益于宏观需求向好+二大渠道红利释放。

1. 宏观周期：98-14年宏观经济景气构筑行业β

①我国GDP/人均收入高速增长，00-14年我国GDP/人均可支配收入年均增速14.2%/12.8%。

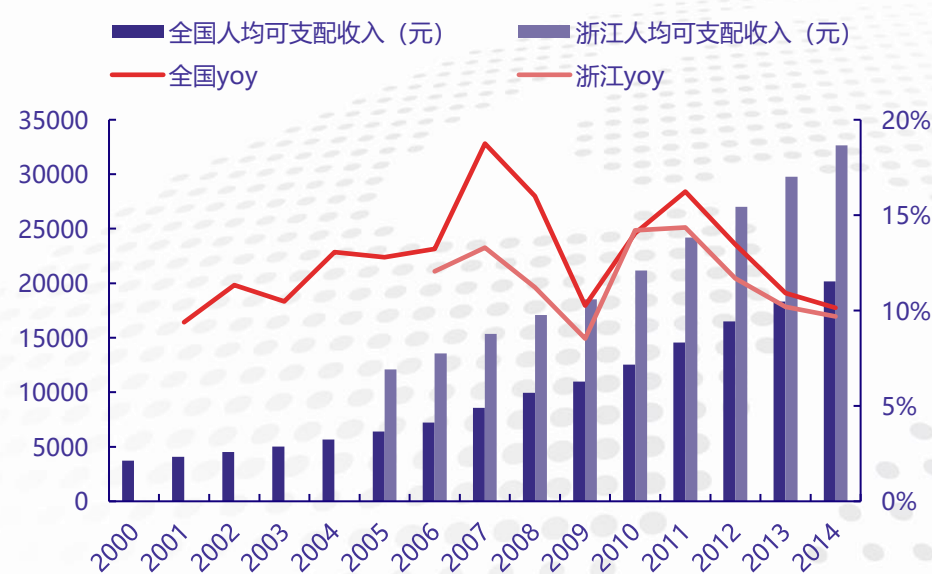
②江浙地区经济领跑全国，消费实力强劲。长三角民营经济发达，人均收入远超全国平均。

图：98-14年全国和浙江经济快速增长



资料来源：国家统计局，浙江统计局，中国银河证券研究院

图：浙江人均可支配收入高于全国



资料来源：国家统计局，浙江统计局，中国银河证券研究院

注：浙江人均可支配收入缺失2000-2004年数据

(一) 发展期 (98-14) : 二大渠道红利, 营收实现高增

2.渠道周期: 打开高速渠道后逐渐向线上电商、商超、自营门店等渠道扩展

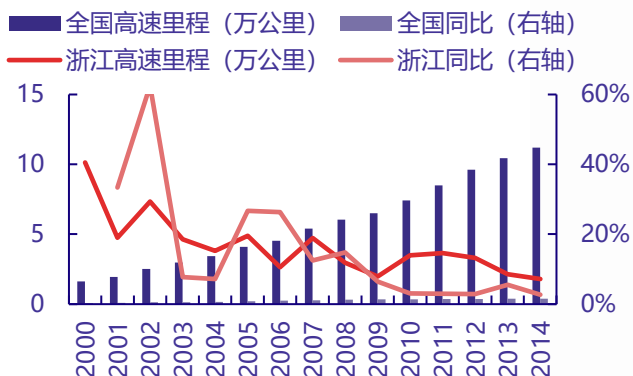
- ①**高速建设为公司高速渠道扩张提供动能。**1998年浙江首条高速沪杭甬高速全线建成通车。次年公司通过嘉兴服务区门店开辟高速渠道, 该店06年营收已达到5500万元, 高速渠道成为公司发展第一个渠道突破点。
- ②**电商产业高速发展再添线上渠道新动力。**2009年公司成立电商部并上线首个淘宝店, 2014年电商销售额突破1亿元。
- ③**连锁超市渠道铺开, 公司线下走向全国。**连锁KA等渠道铺开, 公司以经销商方式将粽子产品推向全国。2014年公司成功收购武汉五芳斋, 终结商标权争议, 走出江浙打入华中市场。

3.产品: 05/08年公司新建嘉兴/成都两大生产基地, 分别实现粽子产能3.5/1亿个。

4.品牌: 04/06年入选中国驰名商标/第一批老字号, 品牌知名度快速提升并获财政支持。

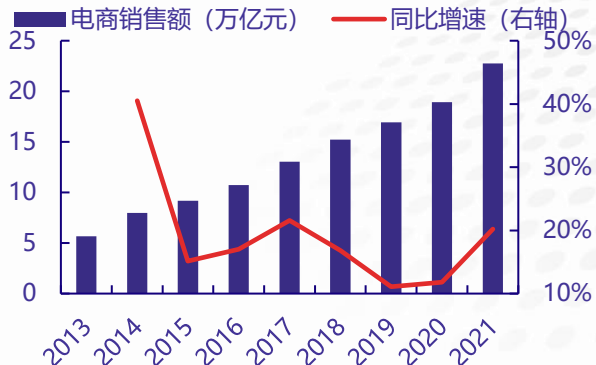
5.管理: 1998年公司由国企改制为民企, 引入市场化经营管理机制和多名战略投资者。

2000年以来全国和浙江高速建设加速



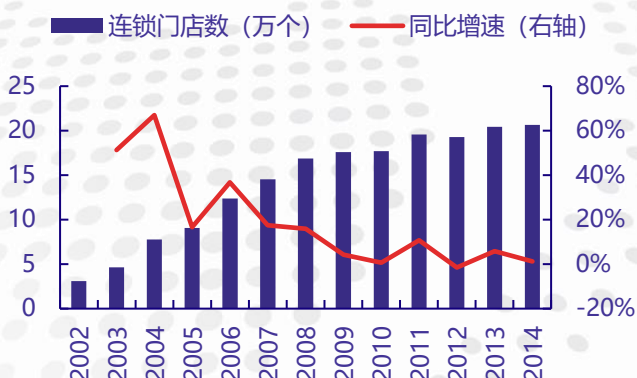
资料来源: 国家统计局, 浙江统计局, 中国银河证券研究院

图: 我国电商快速发展



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图: 我国连锁门店快速发展



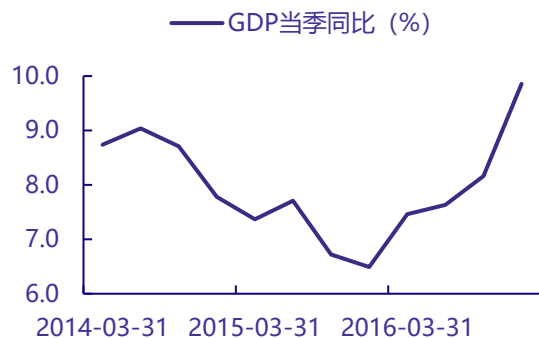
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

(二) 调整期 (15-17) : 收入阶段性承压, 逆境筹备战略转型

受制于宏观经济和同业竞争, 五芳斋调整期内收入波动, 承压明显, 在此期间提出产品多元化/渠道线上化/品牌年轻化战略。

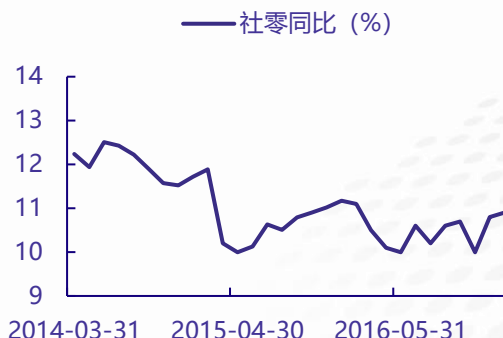
- **1.宏观周期:** ①经济进入新常态, GDP增速趋缓, 宏观周期向下压缩需求, 消费者信心指数波动。②消费升级趋势出现并逐步强化, 消费者尤其是年轻群体对老字号品牌认可度降低。
- **2.行业因素:** 粽子行业竞争激化, 新进入企业增多, 既有竞争者快速发展加大增收压力。2015年, 煌上煌收购嘉兴粽子企业真真老老, 推动真真老老高端化发展挤压公司生存空间。
- **3.公司因素:** ①渠道依赖江浙+产品依赖粽子, 收入增长缺乏新动力。②上市对赌失败, 公司重新制定战略规划。

图: 14-16年宏观经济承压



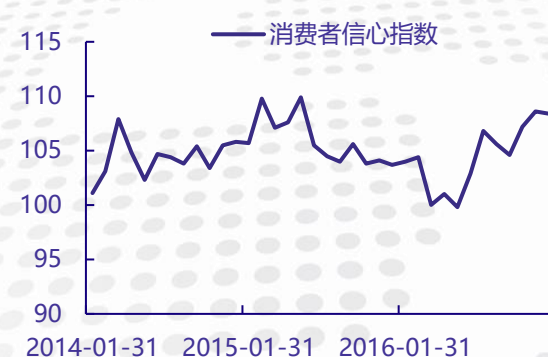
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图: 14-16年社零同比增速收缩



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图: 14-16年消费者信心指数震荡



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

(三) 转型期 (18年至今) : 产品品牌渠道三轮驱动创新

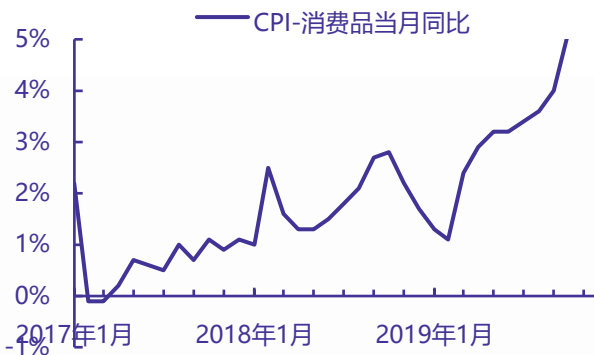
依托品类裂变+线上拓展+品牌营销, 公司成功突破瓶颈步入稳健增长, 17-21营收CAGR约10.4%。

1.宏观周期: 供给侧结构性改革深化, 消费升级趋势明晰。2016棚改货币化政策后消费逐步回暖, 消费品CPI显著修复, 助力消费企业走出困境。

2.行业因素:

- 1) 传统文化复兴+文化自信强化, 消费者转向具有新潮品牌形象的国产品牌。
- 2) 烘焙/零食/点心行业快速发展, 其中新中式点心增速领先行业。休闲食品品类需求再度扩张, 呈现品牌化/新品化/零食化新趋势。

图: 17-19年消费品CPI修复



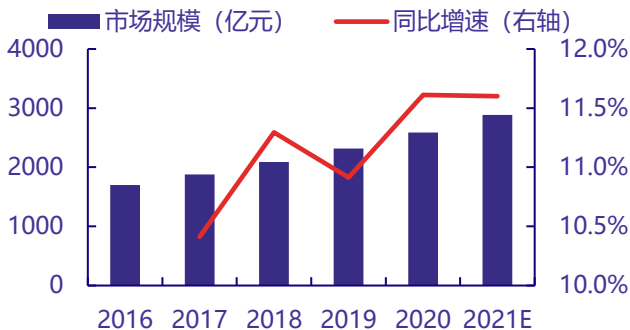
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图: 16年棚改货币化后消费回暖



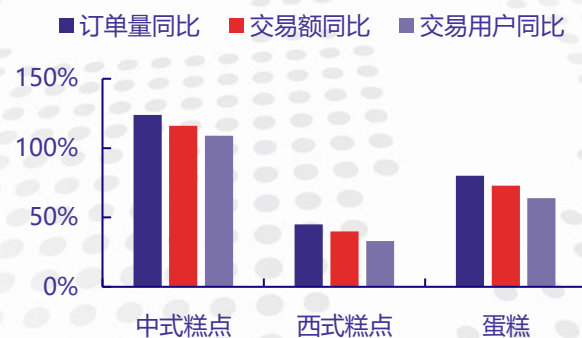
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图: 我国烘焙糕点市场快速增长



资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院

图: 21年线上渠道中式糕点增速高于其他品类



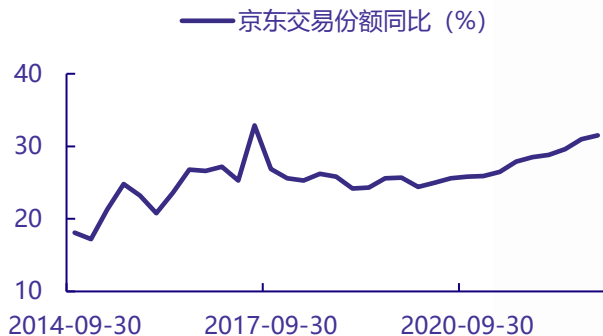
资料来源: 美团, 中国银河证券研究院

(三) 转型期：产品品牌渠道三轮驱动创新

3、渠道周期：线上线下双发力，快速布局新电商平台，积极铺货走向全国

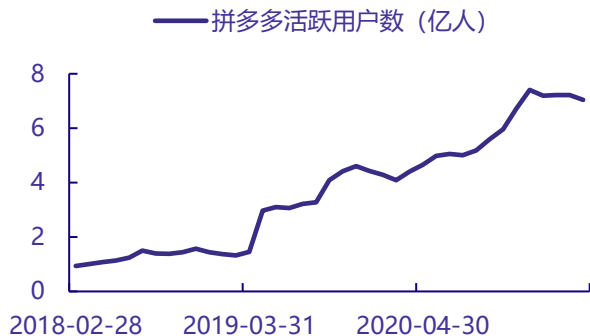
- ①重点开拓线上电商渠道，巩固全渠道优势。公司继淘宝店后，先后于15/16/20年推出京东/拼多多/抖音等新电商平台。疫情期间开展线上社区团购，及时抓住新渠道机遇，电商收入CAGR-5约15.8%。
- ②推进全国化拓展新市场，立足华东走向全国，重点开拓新兴市场。

图：京东平台快速发展



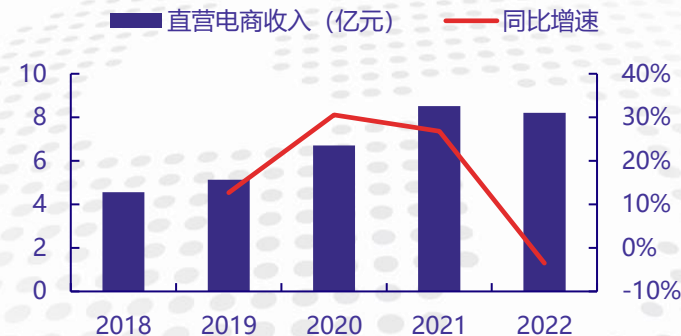
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图：拼多多活跃用户快速增长



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图：公司直营电商收入快速增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 转型期：产品品牌渠道三轮驱动创新

4.产品:

①品类裂变：从粽子到糯米食品到传统食品再到其他食品，多元化品类减少对粽子单一依赖，以高毛利点心增厚利润。②高端化：开发多种节日礼盒，对标年轻客群，引入文化IP和跨品牌联名，以文化为产品赋能。

5.品牌:

①推广线上营销，以多样化的创意广告片成功打造年轻化的品牌形象，贴近与年轻客群的距离。②品牌营销与传统文化深度绑定，以文化为品牌赋能。

表：五芳斋推出的系列创意广告片

分类	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
品牌纪录片	守味者	我们	一糯百年心		选择	五芳斋时光机	
春节广告		团团圆圆 八宝饭 白白胖胖 才有明天	五芳斋		小福气、武 汉味道	奇奇怪怪运动会	我们这一代
端午广告			招待所	经典系列、朋友们蘸起来	寻找李小芬	元宇宙的下一站呢	
中秋广告		变粘人		走近科学走近月饼、还乡记	月球往事	和你一起去月亮、月满江南、五芳轻月、金牌老人	
重阳广告				重阳礼糕	重阳指北		
七夕广告					爱情考古实录		
虚拟艺人MV						花开食节与你相遇、夏之歌、秋之歌、冬之歌	春之歌
其他广告片			哎鸭、一个青团的生活准则、灵魂专用小甜点、巷子、山顶、河边、稻田守护者		喜欢青团、与我为五粽峡谷	敢爆出来的都是真材实料	

资料来源：公司网站，公开资料整理，中国银河证券研究院

表：五芳斋产品裂变

日销产品	礼盒产品
<p>粽子</p>  <p>传统粽子 零食粽子</p>	<p>端午礼盒</p>  <p>粽子礼盒 组合礼盒</p>
<p>以粽子为核心的糯米产品</p>  <p>青团 饭团 八宝饭 汤圆</p>	<p>中秋礼盒</p>  <p>月饼礼盒 糯月饼</p>
<p>多元化的传统食品</p>  <p>绿豆糕 中式酥饼 腊味</p>	<p>其他节日礼盒</p>  <p>春节礼盒 节日点心礼盒</p>
<p>其他休闲/速食食品品类</p>  <p>休闲卤味 预制菜 速冻米面</p>	<p>其他赠礼、伴手礼</p>  <p>杂粮礼盒 卤味礼盒</p>

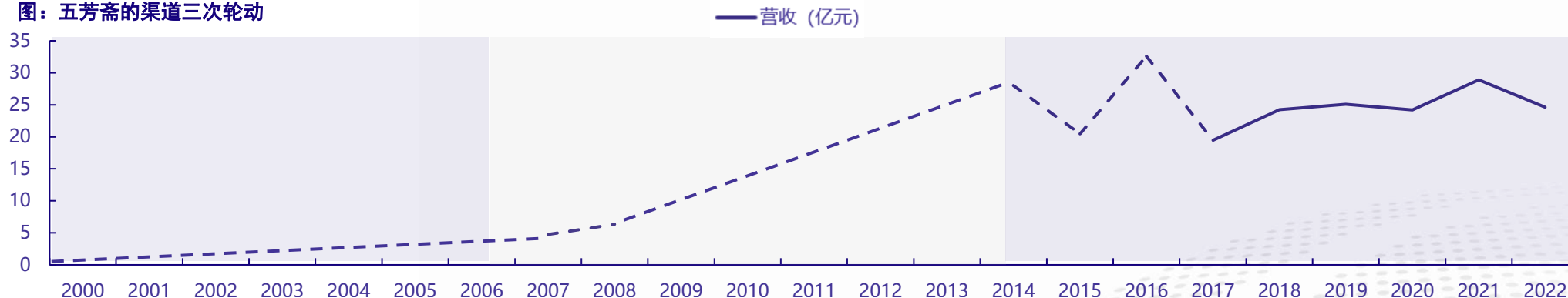
资料来源：公司网站，中国银河证券研究院

(四) 小结：五芳斋何以穿越周期？

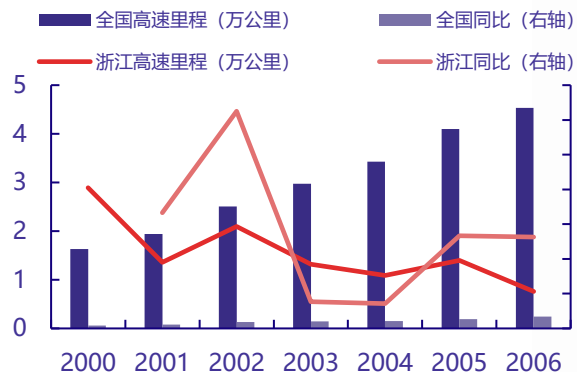
1. 前瞻地、迅敏地、精准地抓住多轮渠道变革

公司渠道经历了高速-商超-电商的三次轮动。每次均为公司增添发展新动能，推动收入再上层楼。公司高管12人中，有5人具有公司基层工作经历，4人具有渠道管理经验，高管团队具有先进而独到的渠道发展眼光和策略。

图：五芳斋的渠道三次轮动



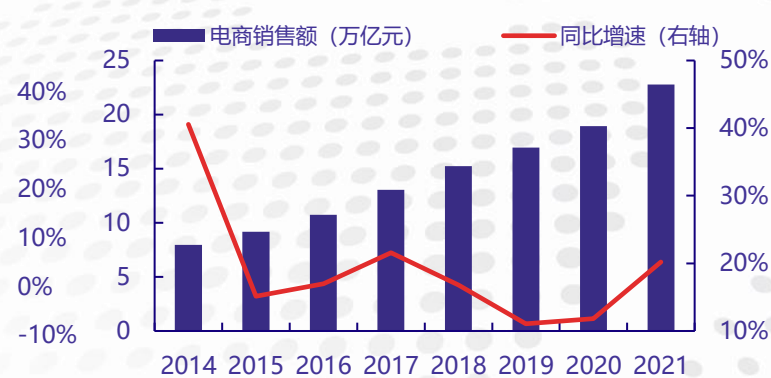
99-06年：第一轮高速渠道红利



06-14年：第二轮商贸渠道红利



14年至今：第三轮电商渠道红利



资料来源：公司公告，国家统计局，浙江统计局，公开资料整理，中国银河证券研究院

(四) 小结：五芳斋何以穿越周期？

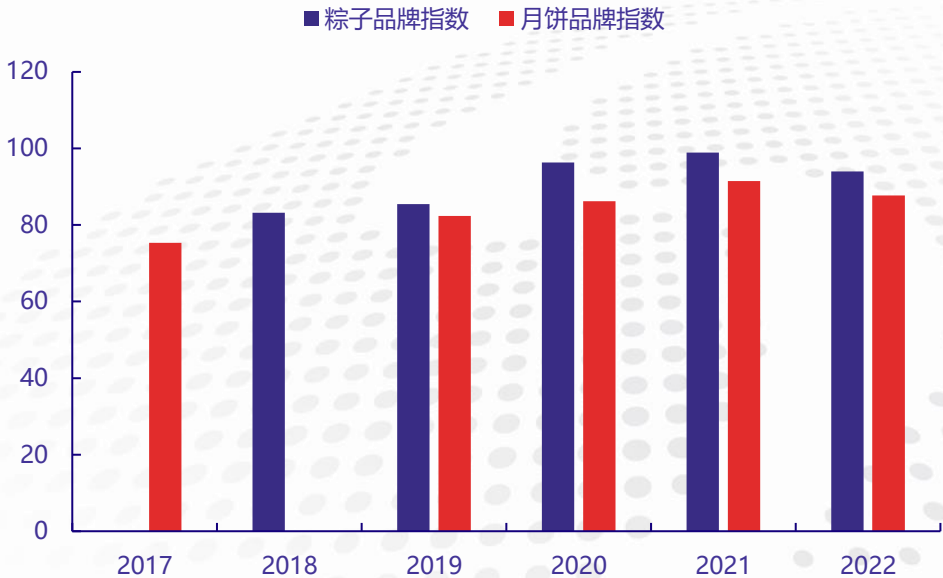
- 2.品牌：向历史深挖品牌价值，向未来营造品牌新形象，最大化各种客群间的品牌认知和品牌价值
 - 1) 对内深化品牌历史积淀，从历史中发掘品牌资产。“五芳斋”品牌于06年入选商务部首家老字号，11年“五芳斋粽子制作技艺”入选国家级非遗，将品牌百年历史积淀充分发扬。
 - 2) 对外深度捆绑传统文化，将五芳斋与端午节紧密联系，形成一体化的品牌认知。随着公司产品向粽子以外裂变，五芳斋品牌将更多与中秋/重阳等传统佳节乃至传统文化深度绑定，成为传统文化的品牌象征之一。
 - 3) 不断通过广告/联名/线下宣传等方式，营造年轻化的品牌形象，抓住年轻客群心智从而提升其认可度。

图：五芳斋的系列品牌营销活动



资料来源：公司网站，公开资料整理，中国银河证券研究院

图：五芳斋品牌指数逐渐增长



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院
注：艾媒粽子品牌指数从18年开始统计。18年公司月饼品牌指数未上榜。

四、核心优势： 捕捉渠道红利，深挖品牌基因

(一) 产品：多品类与全价格带，主打极致性价比

我们以与五芳斋业务相似的广州酒家、三全食品、稻香村、元祖股份等4家公司为比较对象，横向分析五芳斋的核心竞争优势。

1. 多元品类与全价格带

粽子为核心的经典大单品+多元化传统食品环绕，构建全系列全价格带的产品矩阵，覆盖正餐/零食/赠礼等多种需求场景，低端粽子主打性价比优势，高端粽子主打品牌影响力，形成全价格带竞争优势。

表：各品牌主要粽子产品价格带对比

档次	均价 (元每斤)	五芳斋	三全食品	广州酒家	北京稻香村
中低端	40元以内	散装肉粽 散装蛋黄肉粽 散装豆沙粽	散装双豆沙粽 散装八宝粽 散装鲜肉粽	散装肉粽 散装蛋黄肉粽 散装豆沙粽	散装豆沙粽 散装小枣粽 散装鲜肉粽
次高端	40-50元	丰韵五芳礼盒 福运五芳礼盒 丰年礼盒	粽情好礼礼盒 端午龙粽礼盒 龙舟粽礼盒	风味肉粽礼盒 蛋黄肉粽礼盒 一见粽情礼盒	-
高端	50元以上	五芳禧礼盒 五芳锦礼盒 九州礼盒	鸿运端午礼盒	情意粽礼盒 德高望粽礼盒 珍粽礼盒	-

资料来源：京东，天猫，中国银河证券研究院

表：各品牌主要月饼产品价格带对比

档次	均价 (元每斤)	五芳斋	苏州稻香村	广州酒家
中低端	60元以内	龙腾月饼礼盒 散装红豆沙月饼 隆腾礼盒	稻香金牌礼盒 锦绣中秋礼盒 稻香锦月礼盒	-
次高端	60-90元	五芳家蕴礼盒 冰皮月饼礼盒 福享月饼礼盒	三层月饼礼盒 迎月纳福礼盒 稻香荣典礼盒	-
高端	90元以上	竹篮月饼礼盒 五芳印象礼盒 五芳星情礼盒	三层金色礼盒 上品礼盒 中秋御礼盒	团团圆圆礼盒 双黄纯白莲蓉礼盒 非凡臻品礼盒

资料来源：京东，天猫，中国银河证券研究院

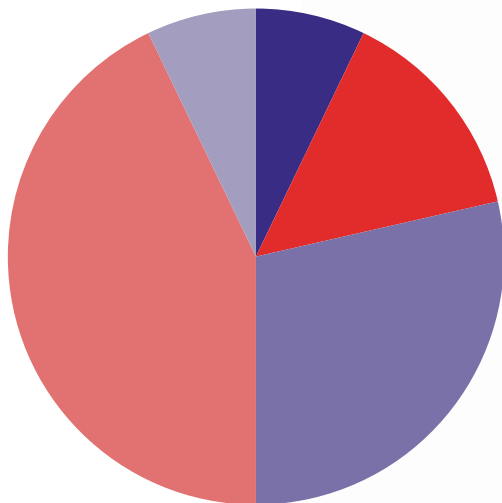
(一) 产品：多品类与全价格带，主打极致性价比

2. 中低端粽子：供应链优势带来产品性价比

主流低端产品中，五芳斋粽子性价比高，日销粽子产品终端零售价格区间多位于20-40元每斤区间内，性价比优势突出。日销粽子相较同行产品，五芳斋平均价格28.5元每斤，分别较三全/广酒低3.7/5.1元每斤。

表：五芳斋中低端粽子终端零售均价（元每斤）数量结构分布

■ 10元以内 ■ 10-20元 ■ 20-30元 ■ 30-40元 ■ 40-50元



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

表：各品牌中低端产品价格比较

品类	品牌	产品	单价 (元)	规格 (克)	均价 (元每斤)	产品图
粽子	五芳斋	鲜肉粽	22.9	400	28.63	
	三全	鲜肉粽	12.9	200	32.25	
	广州酒家	风味肉粽	13.45	200	33.63	
	北京稻香村	鲜肉粽	22.9	200	57.25	
月饼	五芳斋	龙腾月饼礼盒	69.9	680	51.4	
	苏州稻香村	金牌稻香礼盒	99.9	920	54.29	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

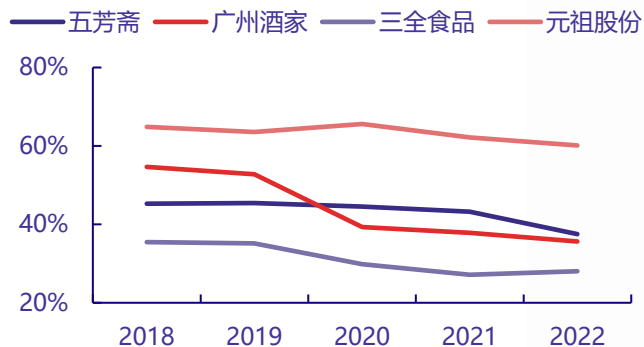
(一) 产品：多品类与全价格带，主打极致性价比

2. 中低端粽子：供应链优势带来产品性价比

2020年开始公司毛利率反超广州酒家，仅次于走高端路线的元祖股份，且始终高于三全食品。2022年，五芳斋/广州酒家/三全食品/元祖股份毛利率分别为37.5%/35.6%/28.1%/60.1%。22年公司毛利率降低系会计准则变更，运费从销售费用转移到营业成本所致，广酒/三全/元祖分别于20/20/21年完成会计准则变更。

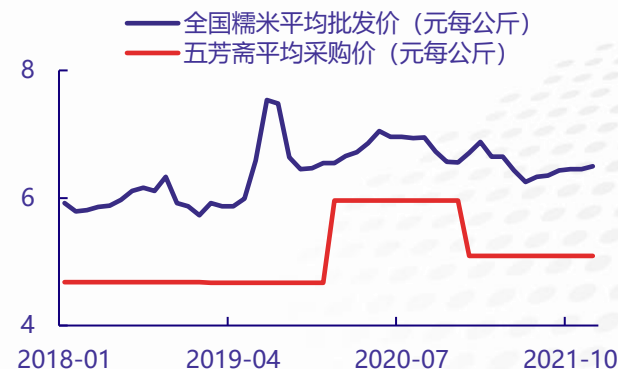
产品高性价比源自供应链管理优势，对上游具有较强议价能力，提前锁价平抑成本波动。公司凭借高议价能力，提前于糯米价格低位期间招标锁价，以强品牌知名度和影响力强化上游议价权。2021年，全国平均糯米批发价约6.51元，五芳斋采购均价5.09元，低于市场价27.8%；全国平均猪肉批发价28.45元，五芳斋采购价26.48元，低于市场价7.46%。

图：总体毛利率对比



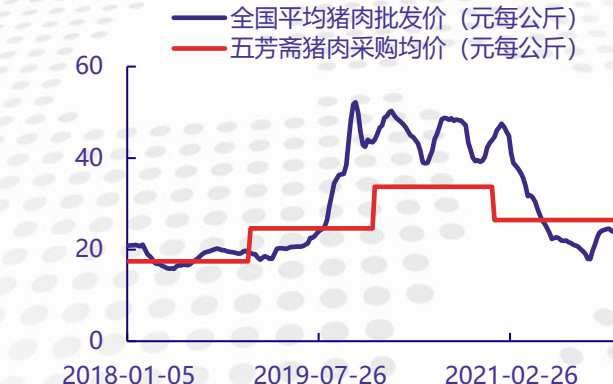
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：五芳斋糯米采购成本优势突出



资料来源：农业信息网，公司公告，中国银河证券研究院

图：五芳斋猪肉采购成本优势突出



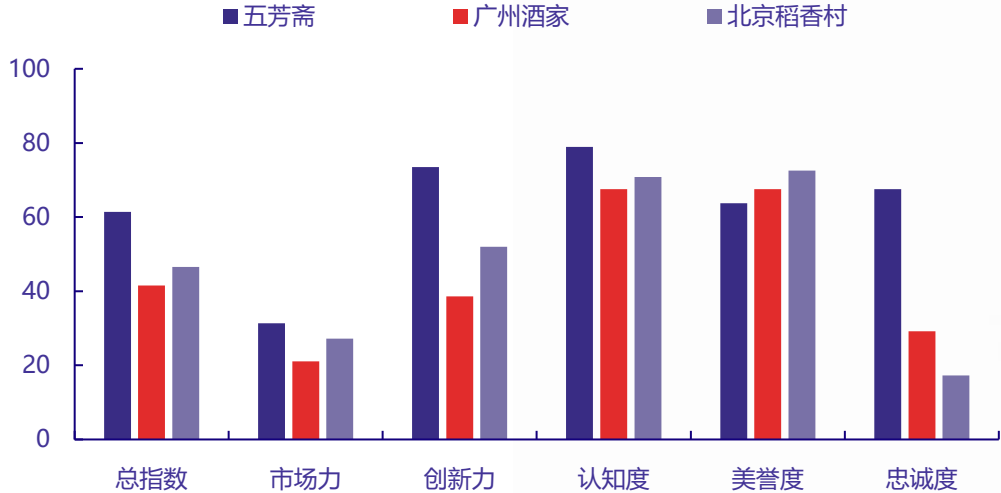
资料来源：农业信息网，公司公告，中国银河证券研究院

(一) 产品：多品类与全价格带，主打极致性价比

3. 高端粽子：品牌护城河带来溢价

高端粽子礼盒凭借高品牌知名度和认可度，持续向上打开价格和毛利空间上限，并同时以高端价格强化公司品牌力。并且，公司品牌力强大，能与众多其他品牌完成跨界合作，以文化联名等方式继续为高端礼盒产品增添附加值，抢占消费者心智，强化品牌竞争力。2022年公司粽子销售均价36.8元/公斤，CAGR-5约5.3%。

图：五芳斋具有较高品牌价值



资料来源：阿里，中国银河证券研究院

表：各品牌主要中高端产品对比

档次	品牌	产品	单价 (元)	规格 (克)	均价 (元每斤)	产品图
次高端粽子	五芳斋	丰韵五芳礼盒	87.4	1040	42.02	
	三全	粽情好礼礼盒	49.9	500	49.9	
	广州酒家	风味肉粽礼盒	78	1000	39	
高端粽子	五芳斋	五芳禧礼礼盒	119	1280	46.48	
	三全	鸿运端午礼盒	158	740	106.76	
	广州酒家	情意粽礼礼盒	198	1220	81.15	
次高端月饼	五芳斋	五芳家蕴礼盒	89.9	650	69.15	
	苏州稻香村	三层月饼礼盒	159	1100	72.27	
高端月饼	五芳斋	竹篮月饼礼盒	118	640	92.19	
	广州酒家	团团圆圆礼盒	158	532.5	148.36	
	苏州稻香村	金色月饼礼盒	259	1150	112.61	

资料来源：京东，天猫，中国银河证券研究院

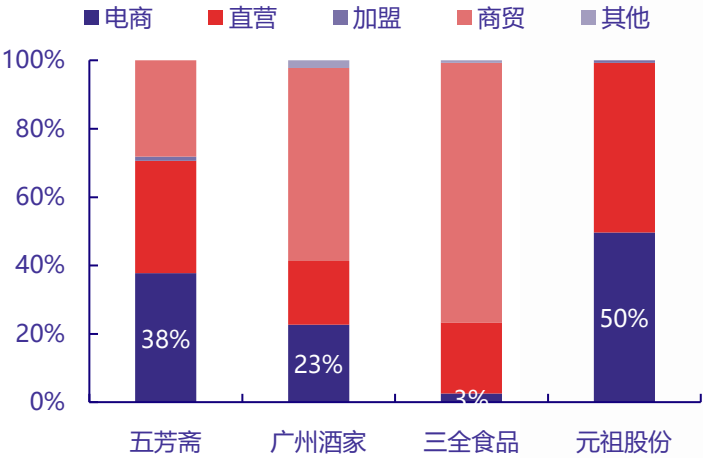
(二) 渠道：全渠道覆盖，捕捉渠道红利

五芳斋目前已经形成以线上+门店+商贸等多元渠道共同发展的全渠道优势，并且擅长捕捉各个渠道的红利。

1. 电商：紧随平台流量变迁，占据先发优势

- 第一次，2009年公司成立电商部并上线淘宝官方旗舰店，跟上淘宝发展的第一波红利。
- 第二次，在京东兴起后，公司于2014年与京东合作开辟京东线上门店，京东已成为目前公司最大的销售客户。
- 第三次，在拼多多成立次年的2016年，公司再度开辟拼多多门店。
- 第四次，2020年，抖音开辟直播电商新业态，当年公司即入驻抖音平台并随后推出“二十四节气”直播间。

图：各公司渠道收入结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
 备注：因披露口径差异，五芳斋数据为21年，其余为22年。

图：公司紧跟电商发展潮流

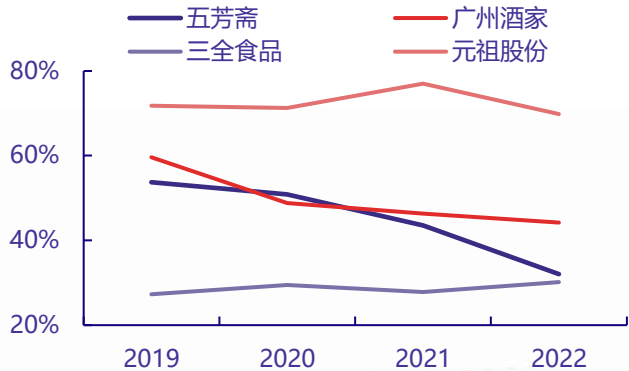


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 渠道：全渠道覆盖，捕捉渠道红利

- 紧随电商平台发展同时，公司加大电商费用投放力度。2018-2021年电商平台费CAGR为12.5%；2022年，公司第三方平台费0.76亿元，同比-24%，预计主要系电商板块费用投放力度收缩导致。
- 电商渠道公司主要采取价格竞争手段，依托日销粽子产品性价比优势。相较于走中高端路线的广州酒家/元祖股份，公司毛利率偏低，但相较于走C端速冻的三全食品，公司仍有较好毛利率优势。2022年，公司电商渠道实现毛利率32%，较广州酒家-12.2pct，较三全食品+1.84pct。
- 22年公司电商平台毛利率承压原因综合：①整体产品成本上涨压缩毛利；②执行新会计准则将运费并入营业成本。

图：电商渠道毛利率对比



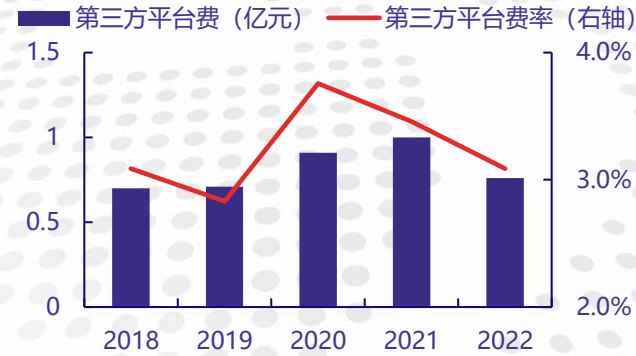
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：五芳斋1kg装粽子在22年多次降价促销



资料来源：京东，中国银河证券研究院

图：五芳斋第三方平台费及费率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 渠道：全渠道覆盖，捕捉渠道红利

2. 门店：加盟店门槛低+收益高，高速渠道通过股权绑定

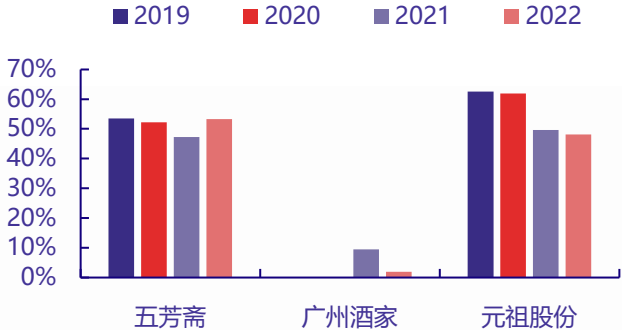
- 公司门店集中于长三角，21年末共有直营/加盟门店169/40个，22年直营店138个，覆盖社区/商业中心/办公区/旅游景区/高速服务区等多元地域。
- **加盟**：公司加盟项目灵活便捷，可投建中型堂食门店/小型社区门店，选址灵活，相较于同行投资门槛低，投资收益较高。
- **高速**：公司独特的渠道优势，公司定位高速渠道为品牌展示窗口，给予高速经销渠道大量优惠致使高速渠道毛利率偏低。

图：五芳斋加盟项目投入较低收益较高

项目	五芳斋	广州酒家	元祖股份
门店面积 (平米)	15-30	200-800	100-120
合同期限 (年)	3	3	3
初始成本 (万元)	19.8	80	95
- 加盟费	5	19	30
- 品牌保证金	10	2	15
- 装修费	2.8	44	35
- 设备投资	2	15	15
每月收入 (万元)	7.08	40	17.21
每月成本 (万元)	4.74	24.7	8.2
- 特许经营权使用费	0.02	1	0
- 人工工资	2	7.2	1.5
- 场地租金	0.5	12.5	6.5
- 其他成本	2.03	5	1
每月毛利 (万元)	2.35	14.3	7.21
每月毛利率	33.12%	35.75%	41.91%

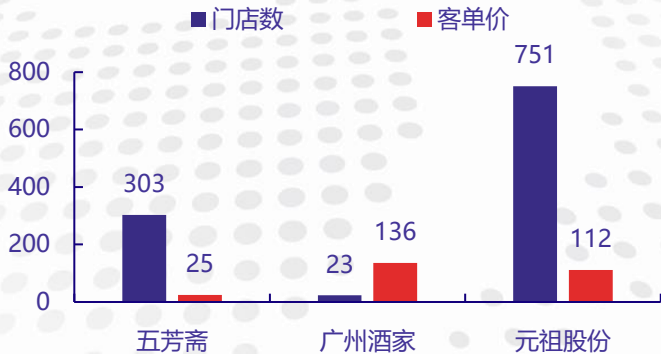
资料来源：各加盟网站，公司公告，中国银河证券研究院

图：直营门店毛利率对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
 注：广州酒家无19-20年数据。五芳斋22年数据为连锁门店毛利率。

图：门店数量对比



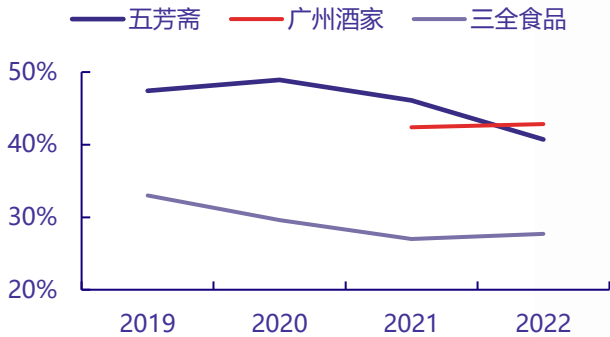
资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院
 备注：采样数据，可能与报表端有偏差

(二) 渠道：全渠道覆盖，捕捉渠道红利

3. 商贸：品牌力与行业地位带来强渠道把控力

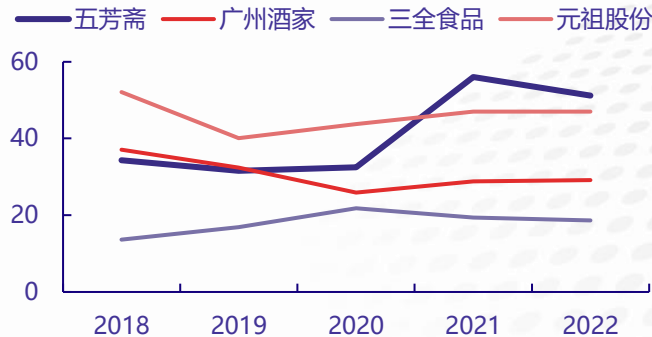
- 公司22年商贸渠道毛利率**40.7%**，较同行有较强竞争力。公司商贸渠道覆盖各大MA、KA，其中对于沃尔玛/麦德龙/盒马等大型KA，公司直接将产品销售给零售平台；对于华润万家/便利店/中小超市，公司通过经销商间接覆盖。23Q1末，公司一级经销商共640家，其中450家位于华东。
- 凭借高知名度和高市占率，公司对经销商把控能力较强。对于非高速经销客户，公司统一采取先款后货的方式强化对经销商控制，整体应收账款周转快于同行，且商贸渠道毛利率高于广酒/三全。尽管公司管控力强，但22年平均粽子渠道端利润空间接近10.13元每斤，渠道毛利率约55.1%。
- 粽子有节令性+真空粽长保产品，因此公司存货周转率偏低。广酒/元祖的糕点产品多为短保且通过直营门店快速销售，存货周转率高于五芳斋。

图：商贸渠道毛利率对比



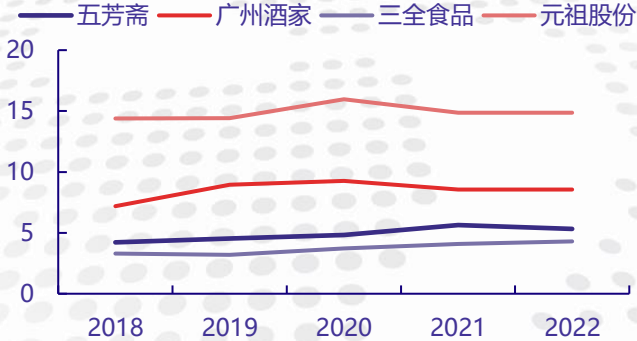
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
 注：广州酒家无19-20年数据。元祖股份无商贸渠道。

图：应收账款周转率对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：存货周转率对比

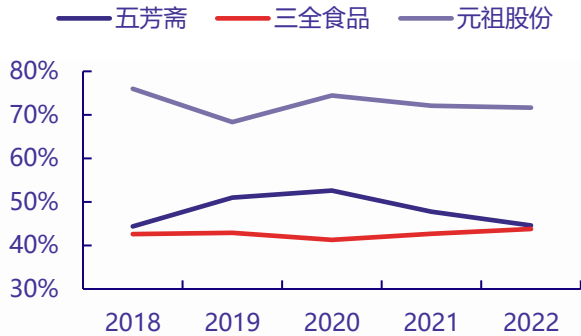


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 渠道：全渠道覆盖，捕捉渠道红利

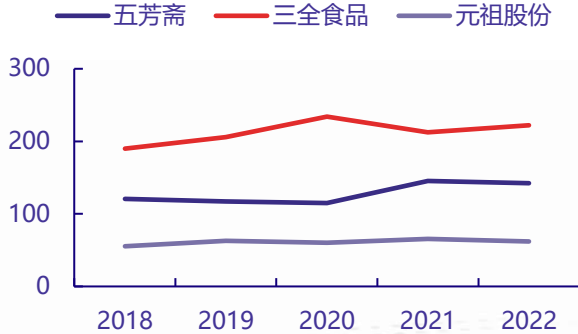
- 销售人员数量保持精简同时提升人均薪酬，持续优化销售投入产出比。**2022年末，公司共有销售1731人，同比-13%；占比44.6%，同比-3.2pct；销售平均薪酬11.1万元，同比+12.2%；销售人均创收142.2万元，同比-2.2%。主要系餐饮业务收缩下餐饮条线的销售人员减少。
- ①从消费人员比重看，公司消费人员占比居中系渠道差异。**直营比重：元祖>五芳斋>三全，元祖无经销渠道，21年五芳斋/三全直营收入占比63.8%/25.7%，直营渠道增加销售员工需求。
- ②从投入产出比看，公司销售人员单人营收/单人薪酬较高。**2020年前，公司销售人员投入产出比高于同行，疫情后因餐饮业务承压，投入产出比有所下降。随餐饮需求修复，公司销售效率有望进一步提升，或可修复至疫情前水平。

图：销售人员比例对比



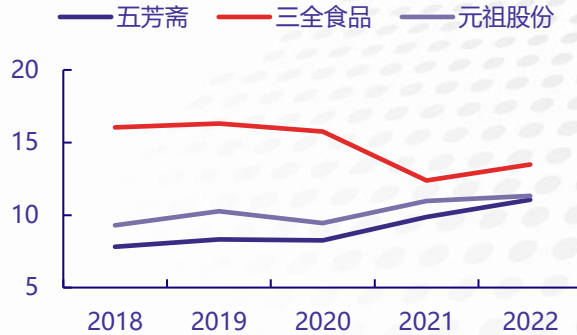
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
 注：广州酒家仅披露22年销售人员数，故不列入销售人员比较范围。

图：销售人员人均创收对比（万元）



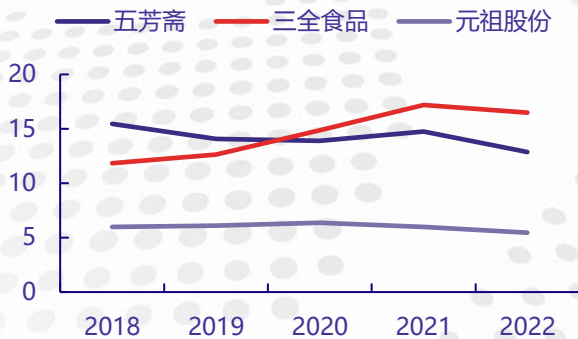
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：销售人员人均年薪对比（万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：销售人员人均创收/人均年薪对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

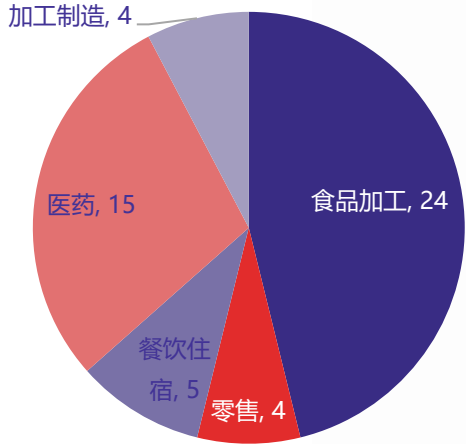
(三) 品牌：深挖品牌基因，延长生命周期

老字号品牌年轻化，既可利用悠久品牌资产积淀的知名度，又可开拓年轻客群，实现营销双赢。

1.品牌基因：五芳斋有丰富的品牌资产积淀

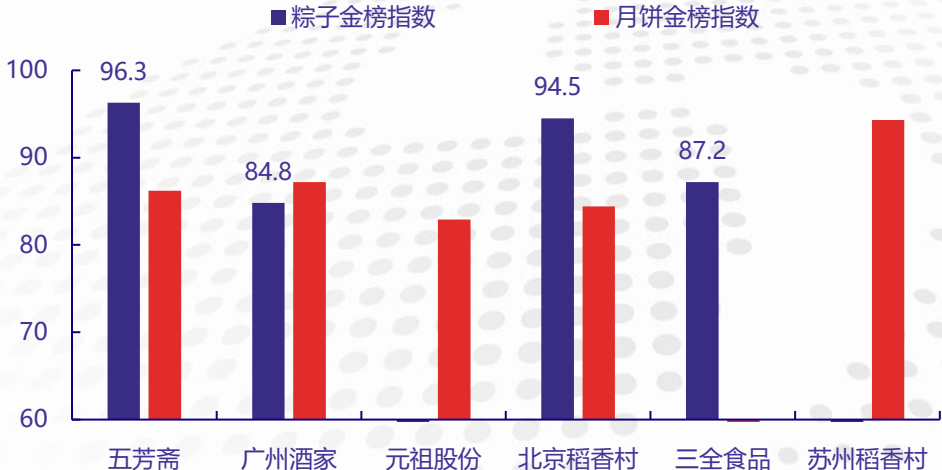
- 1) 2004年，入选国家工商总局“中国驰名商标”称号。
- 2) 2006年，入选首批老字号品牌，积累全国范围内高知名度。
- 3) 2011年，“五芳斋粽子制作技艺”正式入选国家级非物质文化遗产。粽子+非遗再度提升公司品牌力，通过申遗深度绑定传统文化，以文化遗产为品牌背书。

图：我国上市老字号企业中餐饮住宿企业仅5家（含五芳斋）



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图：2020年艾媒粽子/月饼金榜指数对比



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院
注：数据缺失代表该品牌未上榜。

(三) 品牌：深挖品牌基因，延长生命周期

2. 品牌革新：多个维度延长品牌生命周期

- 相较于同行，五芳斋品牌年轻化策略更成功，走向节令美食倡导者的品牌心智定位。①聚焦年轻化品牌营销策略，通过多个软广告片成功实现品牌陌生化，构建起年轻/创意/新锐的品牌形象，抓住年轻客群。②深度绑定传统文化，发掘品牌背后的节日文化/传统文化精髓，把握文化自信下新中式发展趋势。

表：粽子/月饼不同品牌形象对比

项目	标准	五芳斋	广州酒家	元祖股份	北京稻香村	三全食品
目标客群	年轻群体	√	√	√		√
	中老年群体	√	√		√	√
消费场景	自己食用	√	√	√	√	√
	一般赠礼	√	√	√	√	
	高档赠礼	√	√	√		
品牌形象	传统经典	√	√		√	
	地域特色		√		√	
品牌形象	年轻时尚	√		√		
	富有创意	√	√	√		
	高端大气		√	√		
	平价亲民	√			√	√
	国潮中式	√	√		√	

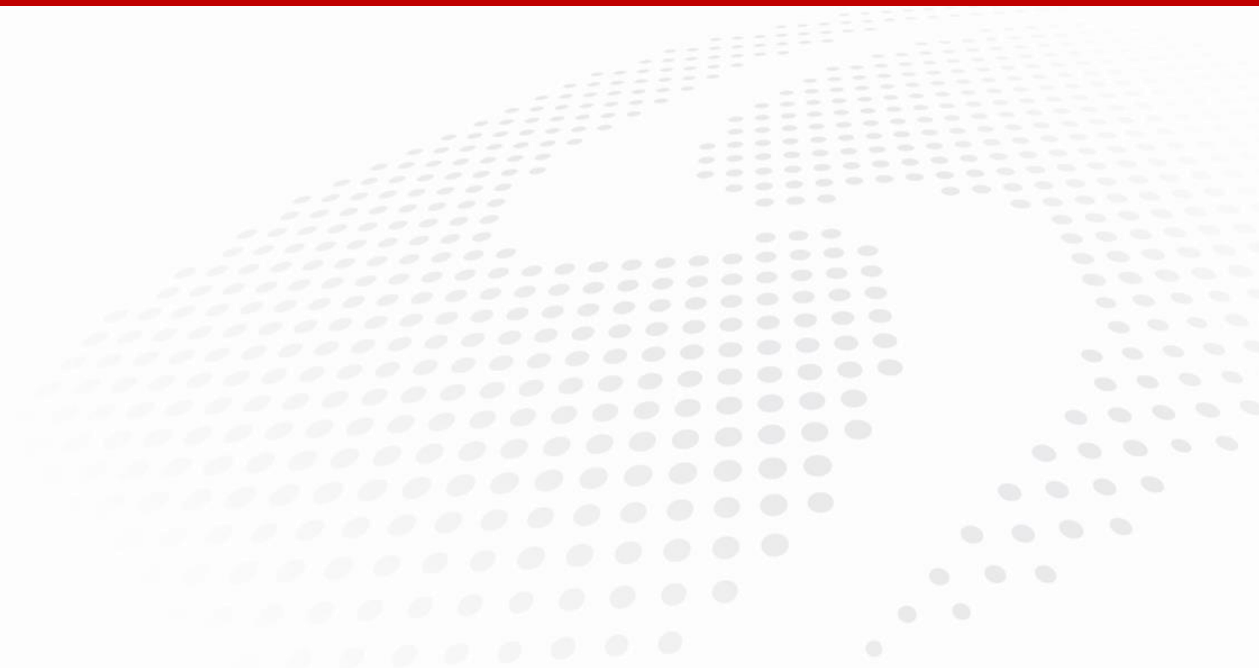
资料来源：公司网站，中国银河证券研究院

表：粽子/月饼不同品牌营销活动对比

项目	五芳斋	广州酒家	元祖股份	北京稻香村	三全食品
线下营销					
文化活动	节令课堂	月饼主题展		非遗美食月	
大型展会	第四届进博会	第二届国际消费品博览会		第三届进博会	
主题体验	节令食坊	“趣叹早茶巴”全城巡游	40周年线下体验馆	门店春节写福字、面点技艺表演	
国际交流	登陆法国蓬皮杜艺术中心	广交会对外接待	哈萨克世博会指定伴手礼		《汉语桥》选手走进三全
特色门店	入驻人民日报有间国潮馆	陶陶居民国风门店		稻香村零号店	
非遗保护	11年入选国家非遗	22年入选广东非遗		17年入选北京市东城区非遗	
社会责任		广州疫情保供单位	星星许愿计划	北京疫情保供单位	多地疫情保供
线上营销					
线上广告	多种创意广告				吃点好的很有必要
线上宣传片	《寻找李小芬》等			《匠心稻香传承百年》	企业宣传片
线上代言人	22年推出五糯糯				21年签约刘涛
合作联名	王者荣耀/五菱/迪士尼/拉面说等	吾皇/伊利/荣耀/宝可梦/中国航天等	混知/七分甜/梦龙等	故宫/人民日报/安慕希/国家宝藏等	河南春晚节目唐宫夜宴等
专题直播间	24节气专题	点心之王争霸赛		北京消费季	冬至特别节目
线上赞助					儿童水饺冠名《开心俱乐部》

资料来源：公司网站，公开资料整理，中国银河证券研究院

五、未来展望： 内部变革求新，有望再迎成长

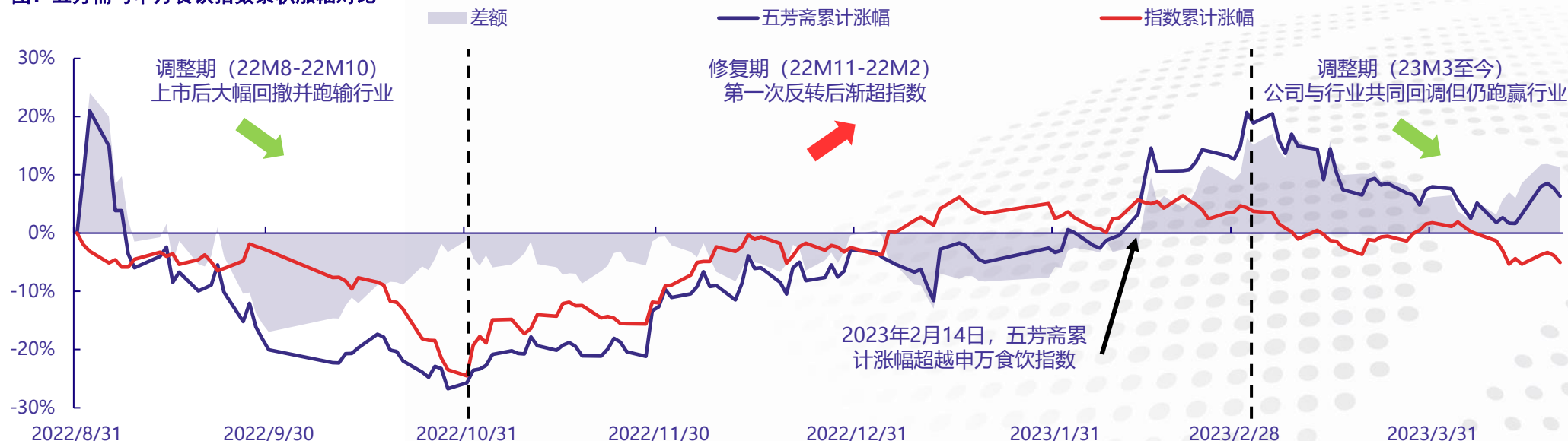


(一) 现状：外部因素致基本面略有承压

自2022年8月31日上市以来，五芳斋经历两次股价趋势反转。第一次反转点为22M10，经历上市后大幅调整的五芳斋触底回升。第二次是23M3打断修复趋势。我们认为，各阶段五芳斋股价影响因素在于：

- **1) 调整期：**①全国疫情多点爆发叠加经济下行周期临近，公司与行业共同调整。②五芳斋22H1/Q3业绩不佳，营收同比-15.32%/-15.14%，归母净利润同比-20.78%/19.23%。③华东市场受疫情冲击严重，动摇公司营收基本盘。综合，公司股价跑输指数。
- **2) 修复期：**疫情防控优化，经济修复预期提振市场信心。公司享受行业β并于23M1反超指数，体现业务高弹性。
- **3) 调整期：**疫后经济回暖不及预期，社零修复弱，经济复苏周期未至引发市场再度悲观，但公司股价仍优于行业指数。

图：五芳斋与申万食品饮料指数累积涨幅对比



资料来源：Choice，中国银河证券研究院

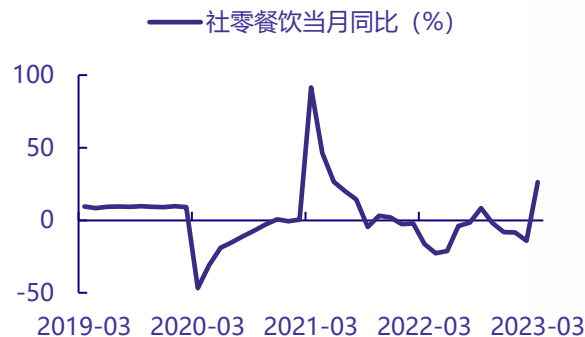
注：数据截至2023年4月20日收盘。

(二) 短期：多个场景修复，宏观经济复苏

1. 多个消费场景修复

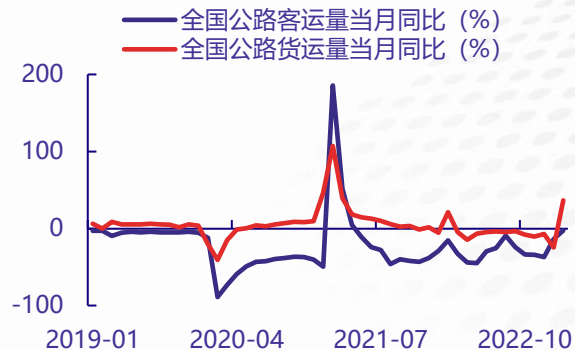
- 1) 赠礼需求：2022年因疫情管控受到较大抑制，随着2023年疫情步入低水平运行区间（第二轮疫情波动呈现长尾状态），赠礼需求有望兑现弹性潜力。
- 2) 电商需求：2023年端午节在6月22日，临近各大电商平台618活动，因粽子消费前置约1周到1月+经销商备货前置，公司有望实现电商渠道销售爆发。
- 3) 门店需求：疫后线下餐饮进入快速修复期，利好门店营收。23年4月，社零餐饮当月同比+43.8%，环比+17.5pct，部分来自同期低基数，部分来自疫后就餐需求高增。23年公司继续推动门店数量稳健扩张+餐饮零售一体化。
- 4) 高速渠道：公路客货运量恢复下公司高速门店/高速经销可继续发扬独特优势。交通恢复畅通，上下游供应链各环节打通，催化上游降本周期，推动公司降本增效。江浙高速通行次数快速修复。23年3月沪杭高速交通量同比+87.15%，长三角清明/五一/端午出行需求高增将催化公司高速/线下门店渠道等渠道收入增长。

图：线下餐饮渠道快速修复中



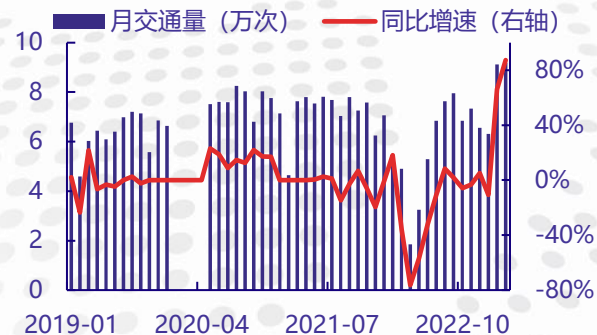
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图：全国公路物流有序恢复



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图：沪杭高速月交通量快速增长



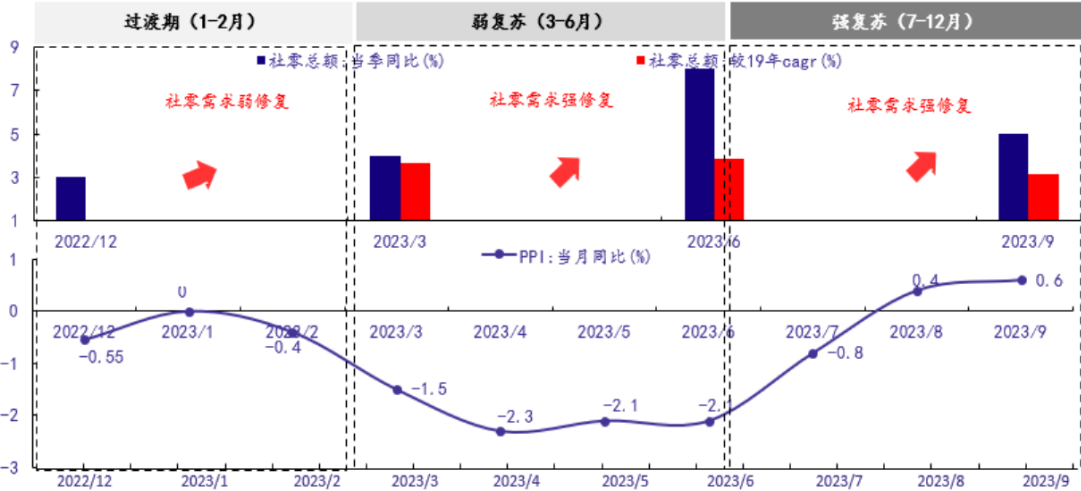
资料来源：沪杭甬高速公司，中国银河证券研究院
注：部分数据沪杭甬高速未公布。

(二) 短期：多个场景修复，宏观经济复苏

2. 宏观经济稳步复苏

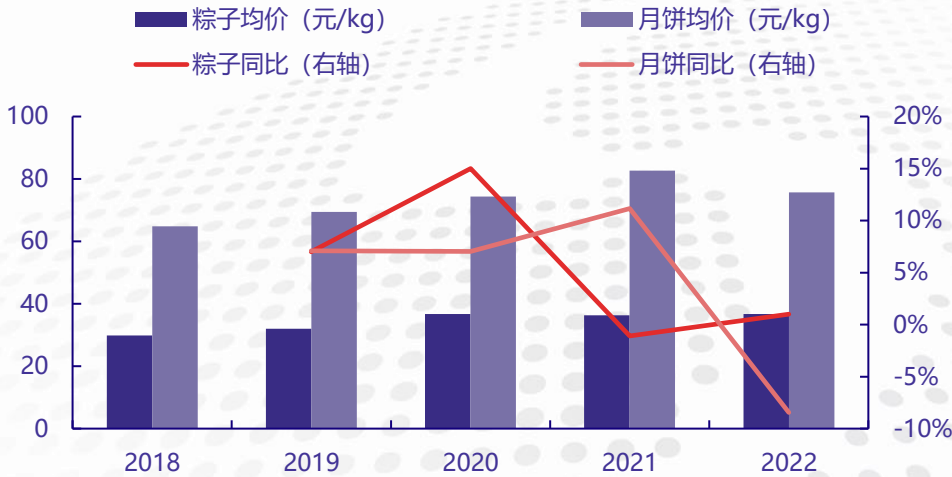
- 1) **23H2经济有望强复苏**：2023年宏观经济逐渐复苏，23年一季度GDP同比/环比+4.5/2.2%，23年4月制造业/非制造业PMI分别同比+3.8/34.61%。考虑到库存周期所处的水平以及出口数据在3~4月快速改善，预计23H2或迎来新一轮消费上行周期，人均收入增速改善叠加消费信心继续提升，届时宏观需求有望进一步修复。
- 2) **礼品等可选消费先受益**：若23H2宏观需求进一步改善，则以礼品为代表的可选消费有望率先复苏，而公司粽子与月饼中存在较多偏高端化的礼赠产品，其动销有望快速改善，同时产品结构改善推动单价与毛利率提升。

图：2023H2国内经济有望强复苏进而推动宏观需求进一步改善



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图：高端化提升公司粽子/月饼销售均价



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 长期：第二增长曲线静待花开

1. 品类维度

1) 粽子：预计2030年粽子天花板约35-40亿元。粽子是公司强势业务，因此我们以华东市场为核心估计公司粽子业务增长空间，核心市场长期深耕故消费力强，次级市场市占率较低则消费偏少。

- 假设核心市场/一级市场/二级市场人均年消费五芳斋200g装粽子3/2/0.5个，粽子出厂价维持37元/kg不变，则2030年粽子业务天花板约35.4亿元，仍有102.7%增长空间。若粽子每三年提价3%，则2030年公司粽子市场空间可达到39.1亿元。

表：公司粽子业务天花板估计

分类	地区	人口 (万人)	人均年消费 (个)	地区年消费 (个)	地区年消费 (吨)	粽子出厂价 (元/kg)	市场规模 (亿元)
核心市场	浙江	6456.8	3	19370.3	3.9	37	14.3
一级市场	上海	2487.1	1	2487.1	0.5	37	1.8
	江苏	8474.8	1	8474.8	1.7	37	6.3
二级市场	安徽	6102.7	0.5	3051.4	0.6	37	2.3
	湖北	5775.3	0.5	2887.6	0.6	37	2.1
	广东	12601.3	0.5	6300.6	1.3	37	4.7
	四川	8367.5	0.5	4183.7	0.8	37	3.1
二级市场	北京	2189.3	0.5	1094.7	0.2	37	0.8
	香港	741.3	0.5	370.7	0.1	37	0.3
	澳门	68.2	0.5	34.1	0.0	37	0.0
合计		53264.2	-	48254.9	9.7	37	35.4

资料来源：政府网站，国家统计局，中国银河证券研究院
注：各地区人口数据为2021年数据。

表：五芳斋推出小规格迷你粽以适应零食化需求

项目	经典粽子	小规格粽子
图示		
规格	100g×6	50g×12
口味	豆沙、鲜肉、蛋黄鲜肉	豆沙、鲜肉、血糯米、藜麦玉米鸡肉
天猫零售价 (元)	32.9/36.9	39.9/47.9
均价 (元每斤)	27.42/30.75	33.25/39.92
消费场景	早中晚正餐、加餐等	早餐、加餐、零食、点心等
解决痛点	-	健康低热量、零食食用、新口味

资料来源：天猫，中国银河证券研究院

(三) 长期：第二增长曲线静待花开

1. 品类维度

2) 月饼：预计2030年月饼天花板约6-14亿元。假设月饼市场以历史CAGR的8.7%增长，预计2030年月饼市场约462.1亿元（终端售价），按出厂价计算规模约230亿元。对标广州酒家/美心，2021年商超市占率约12.4%/8.7%（终端售价口径）。

- 若五芳斋月饼市占率达到广州酒家的30%/50%，则2030年月饼收入可达到8.6/14.4亿元。
- 若五芳斋月饼市占率达到美心的30%/50%，则2030年月饼收入可达到6.1/10.1亿元。

表：公司月饼业务天花板预测

月饼市场规模2030年(亿元)	龙头市占率(2021年)	五芳斋市占率(2030年)	五芳斋月饼营收2030年(亿元)	22-30年CAGR
230	12.4% (广州酒家)	3.7% (达到广酒30%)	8.6	17.4%
		6.2% (达到广酒50%)	14.4	25.1%
	8.7% (美心)	4.4% (达到美心30%)	6.1	12.3%
		2.6% (达到美心50%)	10.1	19.7%

资料来源：艾媒咨询，木丁数据，公司公告，中国银河证券研究院

表：公司推出系列差异化创新月饼品类

品类	产品图	特点	解决痛点	目标客群
苏式月饼		传统苏式口味（黑芝麻、百果）；价格偏低性价比高	还原传统苏式月饼口味；日常低价月饼消费；广式月饼竞争激烈	长三角中老年群体
糯月饼		饼皮和馅料间增加一层麻薯；推出流心奶黄/焦糖红豆等创新口味	传统月饼口味单调；传统口味竞争激烈	年轻群体
低糖月饼		减少白砂糖添加，以代糖替代，减少热量；推出杂粮等创新口味	传统月饼热量过高易造成健康负担	年轻群体、中老年三高群体、运动健身群体
联名月饼		与五菱等品牌合作，推出创意包装/短片/赠品/联动营销活动	传统月饼包装对消费者吸引力不足；单一品牌影响力有限	年轻群体、联名方消费群体、公司团购/定制

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

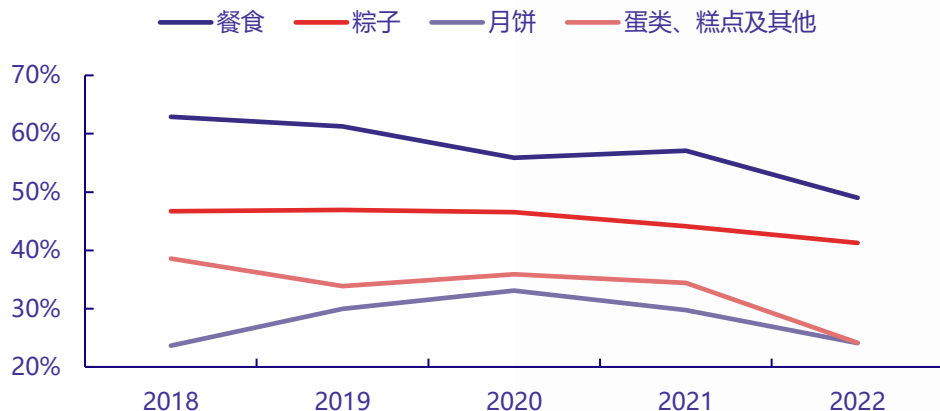
(三) 长期：第二增长曲线静待花开

1. 品类维度

3) 其他品类：公司已经积累一定品牌优势与渠道资源，可通过扩品类的方式延长生命周期。

- 1) 日销点心：以“嘉湖细点”为切入点推广江南传统点心以及创新点心，开发小包装/小规格产品适应零食化消费；新中式设计适应伴手礼消费场景需求。随青团等大单品逐渐放量，有望打造多个亿元级单品。
- 2) 速冻食品：武汉五芳斋主打“武汉味道”速冻汤圆产品，被收购前已积累华中市场基础，随着公司速冻食品C端拓展，长期来看速冻业务有望复制广酒的成功经验。
- 3) 预制菜：①B端：公司已有预制菜业务主供门店，嘉兴基地中央厨房生产预制正餐菜品/料理包，供应门店再加工后销售，不直接面对终端消费者，作为餐食业务贡献高毛利。②C端：从真空卤味/八宝饭开始拓展，目前已有少量预制江浙菜品。

图：五芳斋各品类毛利率对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：公司新品类不同产品生命周期分布

	导入期	成长期	成熟期
预制菜	<p>东坡肉、红烧狮子头等江浙菜</p>	<p>卤牛肉、酱鸭等真空卤味</p>	<p>卤肉饭、红烧肉等供应门店的预制餐食</p>
日销点心	<p>素肉、蝴蝶酥等新式点心/西点</p>	<p>桃酥、粽子酥等畅销点心</p>	<p>绿豆糕、青团等爆款点心</p>
速冻产品	<p>煎饼、煎包</p>	<p>饭团、八宝饭等畅销速冻食品</p>	<p>汤圆等有市场基础的速冻食品 蒸饺等供应门店的速冻食品</p>

资料来源：天猫，公司网站，中国银河证券研究院

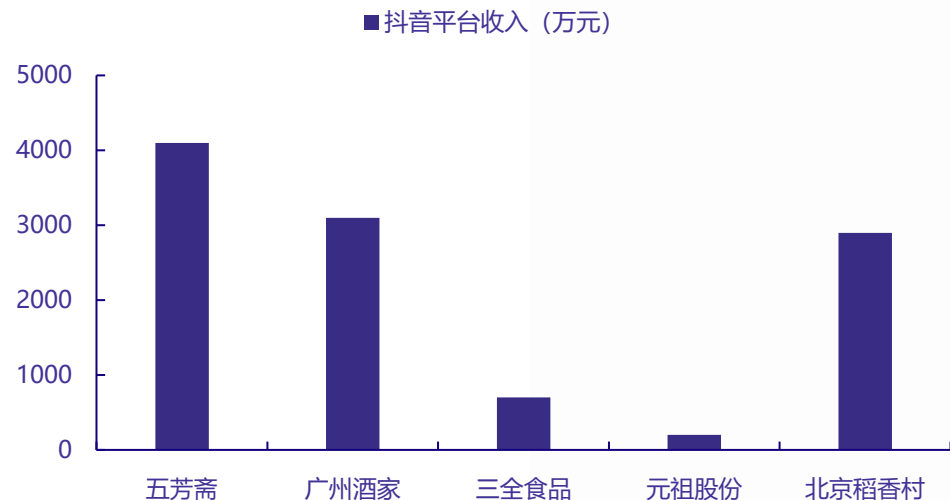
(三) 长期：第二增长曲线静待花开

2.渠道维度

1) 电商渠道：公司具有电商渠道运营经验和先发优势，新电商渠道铺开既可直接拉动营收增长，又可利用直播/短视频等方式直接提升品牌知名度并间接利好其他渠道收入增长。

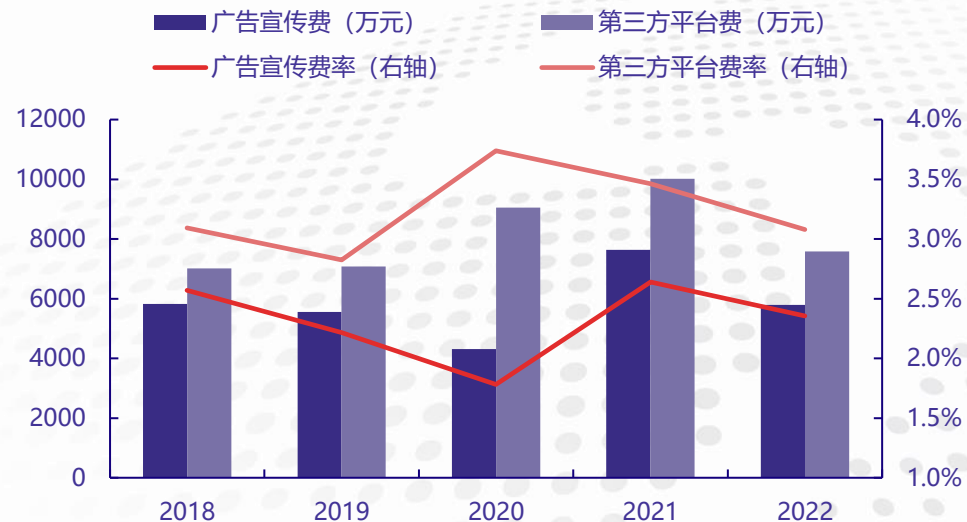
- ①新电商：抖音近一年电商GMV增速80%+，其中货架场景占比30%+，商城GMV同比+277%。五芳斋较早打开了抖音/快手平台，2022年，五芳斋抖音收入4100万元，远超同行企业。
- ②私域电商：公司布局拼多多、有赞、社区团购等平台，配合门店下沉进行客群间营销传播。

图：22年五芳斋抖音渠道收入高于同行



资料来源：抖音，中国银河证券研究院

图：五芳斋广告宣传费和第三方平台费



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 长期：第二增长曲线静待花开

2.渠道维度

2) 门店渠道：为强化单店坪效，门店需小型化/社区化实现降本，推广餐饮+零售和外卖业务实现增收。

- ① 餐饮+零售模式：以“节伴”方式推广餐饮+零售，打造节日食品+伴手礼的新连锁业务模式，餐饮门店陈列公司产品并随时令不断更新，以自营餐饮门店拓展糕点品类销售渠道。公司成立食品供应链子公司并开展股权激励以推动落地。
- ② 外卖：与餐饮预制菜结合推行外卖业务，有望提升单店收入来源。
- ③ 社区小店：相较于50-80平面积较大的堂食门店，小型社区门店（面积更小/销售日销产品并提供少量热销餐饮品类/不设就餐空间/接待社区团购）更符合社区下沉市场需求。五芳斋已有部分试点社区小店新模式，模式成熟后将以加盟模式推开。

表：五芳斋节日伴手礼门店新零售模式对比

项目	传统餐饮门店	节日伴手礼新零售店
业务模式	餐饮为主，零售为辅	零售+现制烘焙+轻餐饮
消费场景	三餐正餐、外卖	三餐正餐、下午茶、夜宵、零食等全时段餐饮服务
餐品	米面套餐、粽子等正餐品类	现制烘焙西点、关东煮、包子、粥品等零食、轻餐饮
零售品	粽子、点心等日销产品	粽子、日销点心、速冻食品、饮品

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表：五芳斋成立食品供应链子公司开展新零售业务并给予激励

项目	内容
公司名称	五芳斋（浙江）食品供应链有限公司
股东结构	五芳斋实业90%，嘉兴市节伴企业管理合伙企业（有限合伙，系公司食品供应链的员工持股平台）
注册资本	1000万元
业务内容	食品零售与轻餐饮模式的直营及连锁加盟业务
激励目标	同时具备：1) 在2023-6-30日前完成开设6家及以上直营门店。 2) 开业60天内，新公司旗下全部直营门店日均含税销售额不低于20及21年五芳斋新开直营门店平均日销售额
激励内容	公司向节伴无偿转让食品供应链子公司10%股权

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

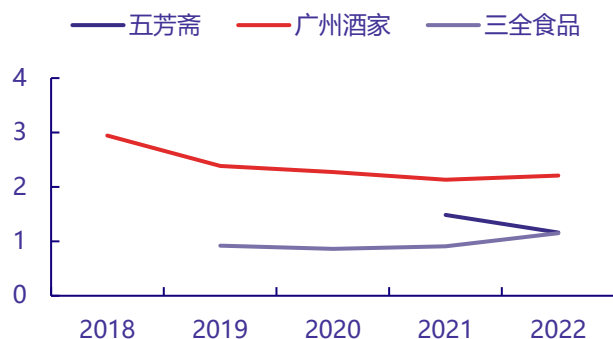
(三) 长期：第二增长曲线静待花开

2.渠道维度

3) 商贸渠道：公司稳坐粽子品牌头部，浙江本省渠道精耕成效显著，未来可下沉一级市场/全国铺开新市场。

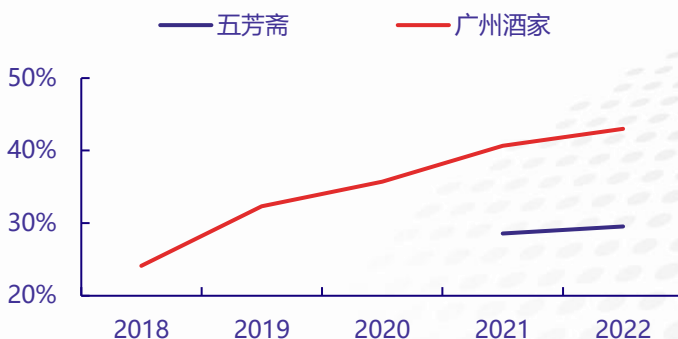
- ①全国扩张：公司经销商绝大部分位于华东，省外经销商收入占比低于月饼行业头部企业广州酒家（分别为40%/30%），因此全国化仍有较大空间，22年公司在河南、河北推广月饼总代理制，取得较好的效果。
- ②渠道下沉：公司深耕浙江省内市场，已实现从省会/地级市到县城的覆盖，未来可继续做裂变与细分；省外市场网络密度相对有限，未来仍有较大的下沉空间。
- ③经销商效益：公司平均每个经销商的收入低于广州酒家高于三全食品，经销商效益未来有望通过提价+产品高端化+品类扩张实现进一步增长。

图：五芳斋单个经销商营收效益偏低（百万元）



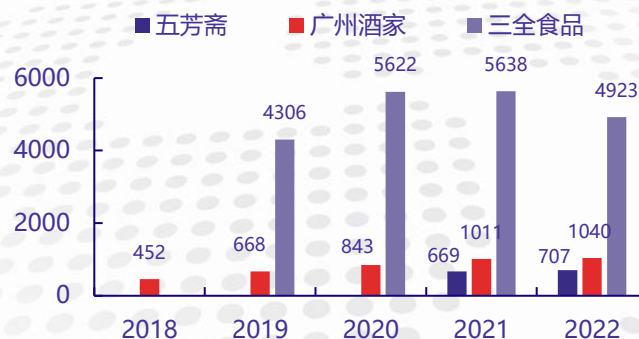
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：五芳斋省外经销商收入占比低



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
备注：三全未明确披露省内外经销商数。

图：五芳斋经销商数量较少（家）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
备注：五芳斋未披露18-20年数据；三全未披露18年数据。

六、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

1. 收入预测

预计2023-2025年营收分别为31.3/37.2/44.2亿元，分别同比+27.0%/18.9%/19.0%。

2022年国内疫情反复+宏观经济疲弱导致公司业绩承压，从疫后经济修复的形势看，预计2023年收入端有望实现恢复性增长，分业务预测如下：

- **1) 粽子：**消费修复大背景下我们认为2023年可实现较高增长，尤其端午叠加618，看好公司电商渠道动销旺盛。假设2023-2025年粽子收入同比+26.3%/17.3%/17.3%。
- **2) 月饼：**23年中秋临近国庆，并且23H2经济有望进一步修复，看好月饼需求改善。假设2023-2025年月饼收入同比+26.3%/26.3%/26.3%。
- **3) 糕点：**公司推动糕点作为第三增长极，受益于渠道修复和品类、渠道双扩张，我们认为公司糕点业务有望稳健增长。假设2023-2025年糕点业务同比增速为25%/25%/25%。
- **4) 餐食：**23年后线下餐饮渠道渐趋修复到正常水平。我们假设2023-2025年餐饮业务同比+45%/15%/15%。

表：五芳斋营收预测

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
粽子	20.08	17.47	22.06	25.87	30.35
yoy	22.1%	-13.0%	26.3%	17.3%	17.3%
月饼	2.20	2.39	3.02	3.81	4.81
yoy	18.9%	8.6%	26.3%	26.3%	26.3%
餐食	2.52	1.41	2.04	2.35	2.70
yoy	-4.9%	-44.0%	45.0%	15.0%	15.0%
蛋制品、糕点	2.68	2.67	3.34	4.17	5.21
yoy	17.0%	-0.4%	25.0%	25.0%	25.0%
总体	28.92	24.62	31.26	37.17	44.24
yoy	19.5%	-14.9%	27.0%	18.9%	19.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 盈利预测

2. 利润预测

预计2023-2025年归母净利润分别为2.3/2.8/3.4亿元，分别同比+64.7%/23.5%/21.8%，成本端与费用端预测如下：

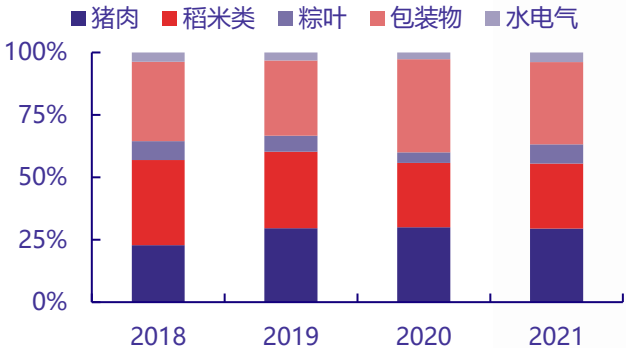
- 1) **成本**：23H1虽然主料糯米涨价，但辅料猪肉价格同比下降有望予以对冲，同时包材成本压力缓和+产品结构优化+生产技术改进，预计成本稳中略降，23-25年毛利率为39.1%/39.2%/39.3%。
- 2) **费用**：公司重视线上品牌营销以塑造年轻化形象，持续加大销售费用投放力度，因此我们假设23-25年销售费用率为22.5%/22.5%/22.5%。其他费用率稳定。

表：五芳斋毛利率预测

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
粽子	44.2%	41.3%	42.4%	43.0%	43.6%
月饼	30.0%	24.3%	25.8%	26.5%	27.2%
餐食	57.1%	48.9%	50.0%	48.0%	46.0%
蛋制品、糕点	34.3%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
总体	46.1%	37.5%	39.1%	39.2%	39.3%

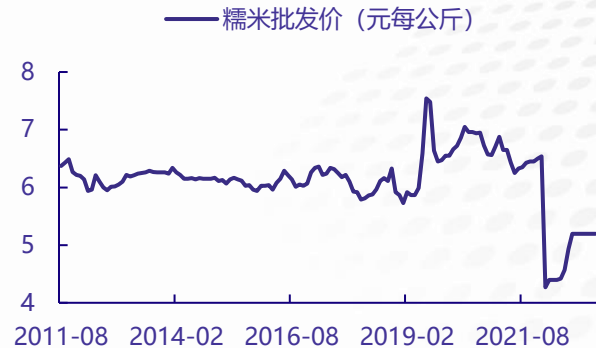
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：公司成本结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：糯米价格在23H1同比上涨



资料来源：中国农业信息网，中国银河证券研究院

图：猪肉价格在23H1同比下降



资料来源：农业部，中国银河证券研究院

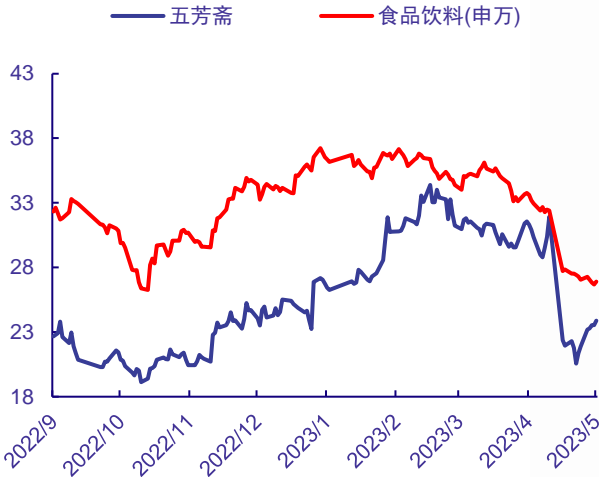
(二) 估值分析

1. 纵向复盘

公司上市以来市盈率 (FY1) 均值约26X, 公司当前市盈率 (FY1) 约24X, 估值处于相对合理水平, 离均值 (26X) 仍有10%的提升空间, 离最高值 (34X) 则有40%的提升空间。

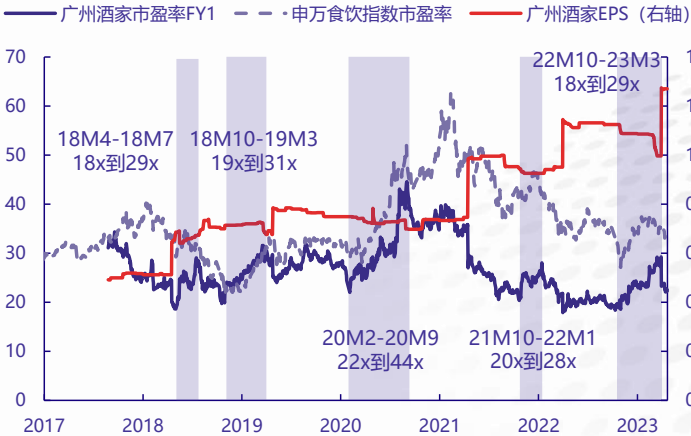
- 复盘与五芳斋类似的广州酒家/元祖股份, 我们发现当年Q3-次年Q1估值均有较大幅度的提升, 呈现较为明显的周期性规律, 主要系旺季+估值切换。
- 我们认为, 五芳斋市盈率大概率也将存在经营旺季的周期性波动, 随着销售旺季端午/中秋到来, 公司估值将有继续提升的空间与可能性。

图：五芳斋与申万食品饮料市盈率对比



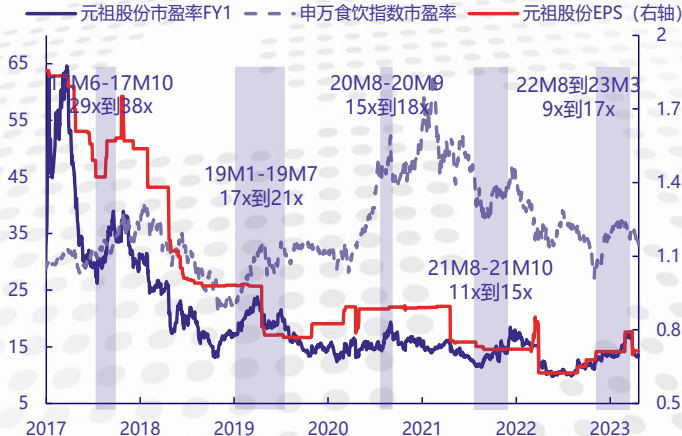
资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

图：广州酒家存在市盈率旺季周期性



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

图：元祖股份存在市盈率旺季周期性



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

(二) 估值分析

2. 横向比较

我们选择与公司业务、商业模式相似的广州酒家（月饼）、三全食品（粽子+速冻）、元祖股份（月饼）作为可比公司进行相对估值对比。

2022年，五芳斋市盈率高于可比公司，估值溢价率约37.3%。若取40%的PE溢价率，五芳斋2023-2025年的PE分别为26/22/19X。

表：五芳斋估值对比

公司	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
五芳斋	-	35	24	19	14
广州酒家	24	28	23	19	16
三全食品	28	20	16	14	13
元祖股份	17	18	14	12	11
平均值	23	25	19	16	13
估值溢价率	-	37.3%	-	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 投资建议

预计2023-2025年营收分别为31.3/37.2/44.2亿元，分别同比+27.0%/18.9%/19.0%；归母净利润分别为2.3/2.8/3.4亿元，分别同比+64.7%/23.5%/21.8%；EPS分别为2.2/2.72/3.32元，对应PE分别为24/19/16X。

根据目前股价计算，2023-2025年PE分别为24/19/15X，公司虽然23年PE高于行业可比公司均值19X，但考虑到短期端午旺季+消费场景修复+成本压力缓和，23Q2业绩有望显著续修复，业绩弹性在板块内较为突出，因此短期估值有望享受溢价，同时长期来看公司具备全渠道竞争优势以及老字号品牌护城河，粽子提价+品类扩张有望推动业绩持续实现较快增长，**首次覆盖**，给予“**推荐**”评级。

七、风险提示

七、风险提示

- 1.下游渠道需求修复不及预期；
- 2.新产品推广不及预期；
- 3.行业竞争超预期；
- 4.食品安全问题。



附录：财务报表预测

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2462.10	3126.43	3717.49	4424.04
营业成本	1539.05	1904.00	2260.23	2685.39
营业税金及附加	14.63	15.63	18.59	22.12
营业费用	540.25	703.45	836.44	995.41
管理费用	169.18	212.60	245.35	283.14
财务费用	10.55	-36.91	-47.14	-53.50
资产减值损失	-4.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.92	1.56	1.86	2.21
营业利润	207.36	310.47	383.58	467.14
营业外收入	3.21	0.00	0.00	0.00
营业外支出	8.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	202.25	310.47	383.58	467.14
所得税	64.77	83.83	103.57	126.13
净利润	137.48	226.65	280.01	341.02
少数股东损益	0.00	0.23	0.28	0.34
归属母公司净利润	137.48	226.42	279.73	340.67
EBITDA	316.50	282.00	349.57	426.44
EPS (元)	1.34	2.20	2.72	3.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	299.38	158.24	316.65	381.82
净利润	137.48	226.65	280.01	341.02
折旧摊销	132.55	10.00	15.00	15.00
财务费用	11.99	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.92	-1.56	-1.86	-2.21
营运资金变动	29.41	-76.84	23.49	28.01
其它	-12.97	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-174.14	-378.10	-290.47	2.21
资本支出	-121.13	-379.67	-292.33	0.00
长期投资	-4.50	0.00	0.00	0.00
其他	-48.51	1.56	1.86	2.21
筹资活动现金流	526.92	864.52	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-92.26	0.00	0.00	0.00
其他	619.18	864.52	0.00	0.00
现金净增加额	652.30	644.66	26.17	384.03

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1325.82	2229.32	2351.69	2850.56
现金	903.27	1547.92	1574.10	1958.12
应收账款	53.77	59.96	71.29	84.84
其它应收款	22.05	42.83	50.92	60.60
预付账款	6.77	19.04	22.60	26.85
存货	261.62	391.23	464.43	551.79
其他	78.34	168.34	168.34	168.34
非流动资产	1056.19	1425.86	1807.19	2360.19
长期投资	0.61	0.61	0.61	0.61
固定资产	633.35	623.35	712.35	1265.35
无形资产	73.16	73.16	73.16	73.16
其他	349.07	728.74	1021.07	1021.07
资产总计	2382.02	3655.19	4158.88	5210.75
流动负债	550.76	732.76	852.45	995.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	190.75	260.82	309.62	367.86
其他	360.01	471.94	542.83	627.44
非流动负债	150.80	150.80	150.80	150.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	150.80	150.80	150.80	150.80
负债合计	701.56	883.57	1003.25	1146.11
少数股东权益	2.64	2.87	3.15	3.49
归属母公司股东权益	1677.81	2768.75	3152.48	4061.16
负债和股东权益	2382.02	3655.19	4158.88	5210.75

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	-14.87%	26.98%	18.91%	19.01%
营业利润	-22.16%	49.73%	23.55%	21.79%
归属母公司净利润	-29.01%	64.69%	23.55%	21.79%
毛利率	37.49%	39.10%	39.20%	39.30%
净利率	5.58%	7.24%	7.52%	7.70%
ROE	8.19%	8.18%	8.87%	8.39%
ROIC	6.75%	6.74%	7.34%	7.09%
资产负债率	29.45%	24.17%	24.12%	22.00%
每股收益	1.34	2.20	2.72	3.32
每股经营现金	2.91	1.54	3.08	3.72
每股净资产	16.33	26.95	30.68	39.53
P/E	35.24	23.90	19.35	15.88
P/B	2.89	1.95	1.72	1.33
EV/EBITDA	12.70	18.65	14.97	11.37
PS	2.16	2.12	1.78	1.50

附录：IPO募投项目

- 公司IPO募集资金共8.64亿元，用于智能化数字化建设共4个项目，以实现降本增效、降低人工成本、化解产能不足等目标。

图：五芳斋IPO投建项目情况

项目	主体	地点	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	内容	建设期 (年)	达产年收入 (亿元)	税后IRR	静态投资回收期 (年)
三期智能食品车间	公司	嘉兴	4.51	1.57	新增粽子产能1亿个、4350万个烘焙食品、1304万个速冻食品产能	2	9.45	15.23%	7.19
数字产业智慧园	公司	嘉兴	4.06	3.61	新建包装加工中心、电商中心、仓储中心	2	-	-	-
研发中心及信息化升级建设	公司	嘉兴	1.07	1.04	升级改造试验场地、引进高端人才、建设实验车间。对新型粽子/卤制品/无糖月饼/裹粽自动化进行研发	1	-	-	-
成都基地升级改造	成都五芳斋	成都	0.5	0.5	新增粽子产能2000万个	1.5	0.56	17.6%	6.78
补充流动资金	公司	-	0.9	0.9	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：粽子—消费者画像

消费者画像：粽子消费者覆盖全年龄、全职业、全收入段，体现出多样化丰富化的消费需求特征。

- 1) 地域差异：不同地域的消费者偏好不同口味的粽子，有不同消费习惯。例如，南方消费者偏好咸味，粽子消费已经融入日常饮食习惯中；北方消费者偏好甜味，粽子消费仍集中于端午节前后，日常消费较少。
- 2) 日常消费：消费者更注重粽子口味。据艾媒咨询，消费者选购日常消费粽子时，前三大因素是馅料/口感/价格，分别占比75.5%/70%/63.8%。
- 3) 赠礼消费：消费者更注重粽子包装。据艾媒咨询，简约风/中国风粽子礼盒最受消费者推崇。

图：五芳斋粽子消费者集中于中青年群体



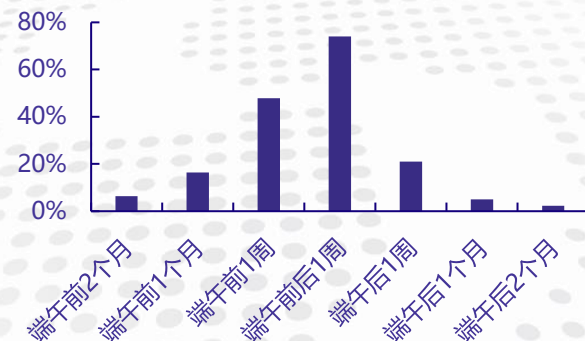
资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

图：消费者购买粽子预算多位于200元以内



资料来源：消费质量报，中国银河证券研究院

图：端午前后一周是粽子消费高峰期



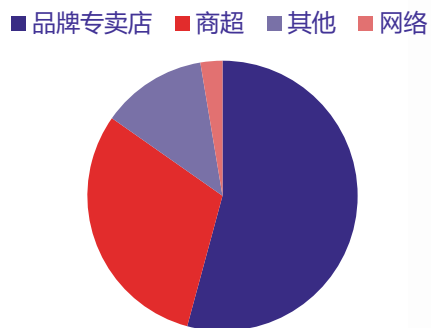
资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

附录：粽子—消费场景

消费场景：粽子自用、赠礼是两大主要消费场景，分别占比87.4%/44.2%。线下商超、品牌专卖店仍是消费者主要购买渠道。

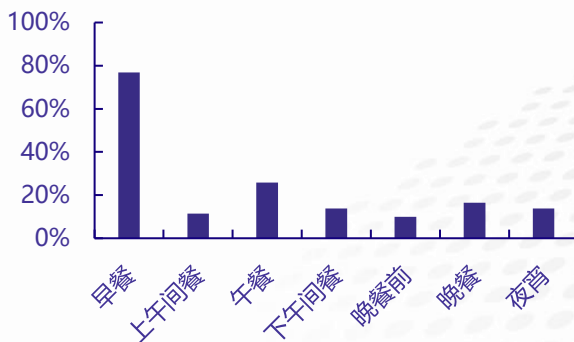
- 1) **自用：**消费者建立对粽子的消费习惯，以日常三餐为粽子消费场景，无明显季节性特征。消费者更偏好在早餐食用粽子。在自用需求场景上，粽子以培养消费习惯的方式走向日常化。
- 2) **赠礼：**集中于端午前后，以粽子礼盒为消费对象，更加重视礼盒包装以及品牌溢价。在赠礼需求场景上，粽子礼盒高端化突显面子属性的趋势突出。

图：商超/专卖店是消费者购买粽子主要渠道



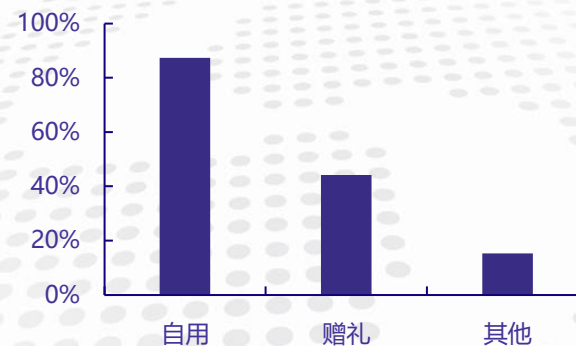
资料来源：消费质量报，中国银河证券研究院

图：消费者偏好在早餐食用粽子



资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

图：自用和赠礼是主要消费场景



资料来源：消费质量报，中国银河证券研究院

附录：粽子—核心价值

底层价值：粽子不仅具有食用/赠礼的基础价值，也承担传统文化、创新体验等新型价值，在消费需求多元化发展的市场中，粽子消费价值正在快速创新迭代。文化为粽子赋能实现粽子消费升级正成为新趋势。

- **1) 文化价值：粽子凝聚传统文化+地域文化两大价值因素。**既体现我国悠久的历史文化，又体现不同地区特色饮食文化。传统文化复兴背景下，越来越多消费者透过粽子成为传统文化/地域文化的消费者。
- **2) 创新体验：粽子蕴含口味创新+包装创新两大创新方向。**口味创新体现在冰粽/水果粽/小龙虾粽等创新性口味上，为消费者带来全新的口味体验；包装创新体现在粽子与新式茶饮/文化IP联名/AR技术等结合，在礼盒包装上赋予粽子新形式。

表：粽子承载地方特色文化

地区	省市	特色粽子
北方	山东	黄米粽
北方	陕西	蜂蜜凉粽
华东	嘉兴	鲜肉粽
西南	四川	辣味粽、椒盐粽
西南	云南	竹筒粽、火腿粽
华南	福建	碱水粽、烧肉粽
华南	潮汕	甜咸双拼粽
华南	海南	芭蕉粽
华南	肇庆	裹蒸粽

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

表：粽子礼盒承载创新体验价值

粽子品牌	联名方	产品	口味	非粽产品
五芳斋	王者荣耀	五芳荣耀礼盒	传统口味	3D立体拼图
真真老老	百事可乐	百事皆可粽礼盒	传统口味、可乐味	百事可乐
诸老大	乐乐茶	粽头戏礼盒	传统口味、XO酱鲍鱼味、肘子味、梅菜扣肉味、鳗鱼味	乐乐茶优惠券
沈大成	网易味央	至味安康礼盒	传统口味	咸鸭蛋
星巴克	-	星冰粽礼盒	咖啡味、桃子味、抹茶味、玛奇朵味、西柚味	手提袋、优惠券
奈雪的茶	-	安康锦礼盒	传统口味	茉莉花茶

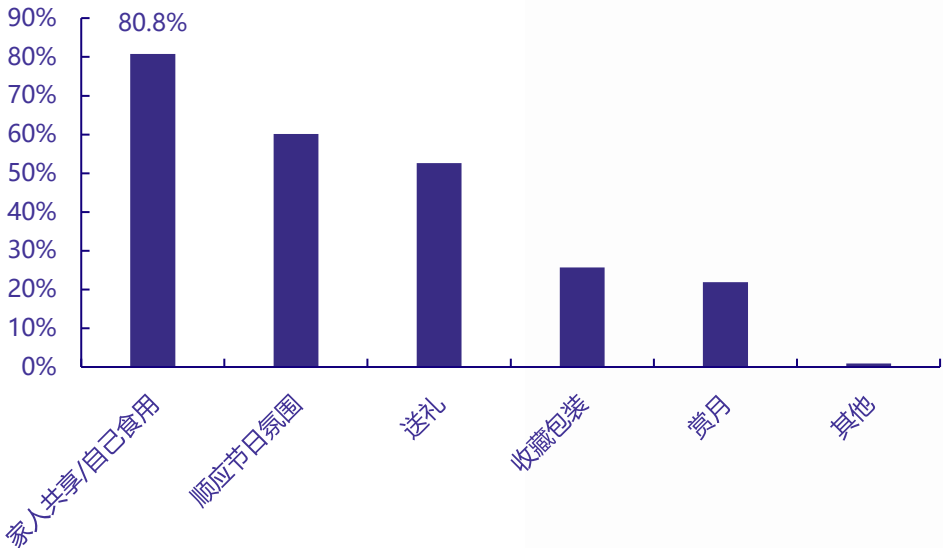
资料来源：公司公告，京东，公开资料整理，中国银河证券研究院

附录：月饼—消费者画像

消费者画像：据艾媒咨询，月饼消费者特征包括：

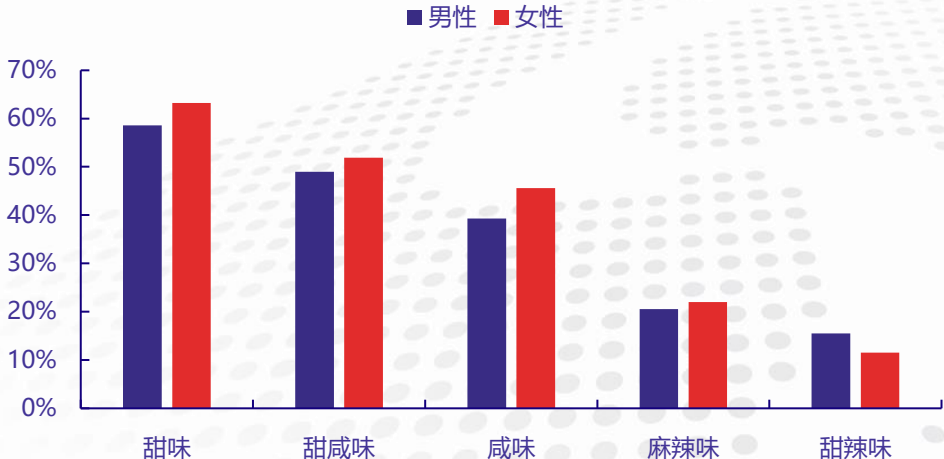
- 1) **地域：**74.3%集中于一线/新一线/二线城市。
- 2) **性别：**59.5%为女性，40.5%为男性。
- 3) **年龄：**63.3%为27-39岁中青年群体。
- 4) **目的：**相较于价格较低的粽子，月饼消费者送礼比例更高，更突出赠礼属性。
- 5) **口味：**传统的甜味、甜咸味仍是消费者主要偏好，部分消费者乐于尝试新奇口味。广式月饼仍为消费者主要偏好品类。

图：月饼消费者以自用/赠礼为主要需求



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图：消费者偏好传统月饼口味



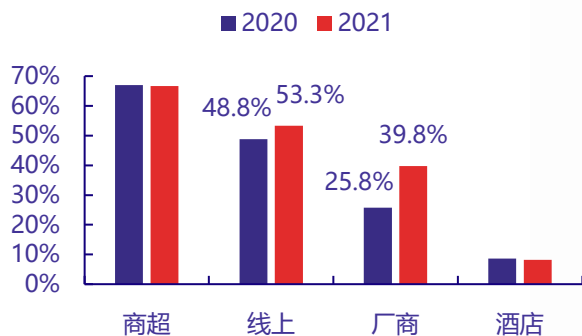
资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

附录：月饼—消费场景

消费场景：与粽子不同，月饼缺乏日常消费场景，绝大部分消费集中于中秋节前后，有更强的季节性特征；且消费更多集中于赠礼领域，人均消费水平高于粽子。更多消费者以线上渠道/厂商订购渠道购买月饼。

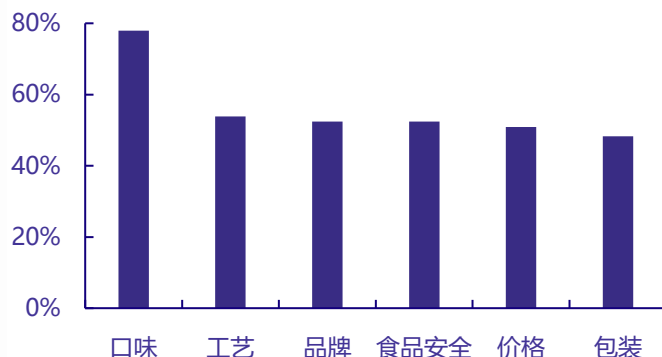
- 1) **自用：**购买月饼自用的消费者更看重月饼口味/性价比等因素，倾向于节前购买散装月饼或低价礼盒自用。
- 2) **赠礼：**购买月饼赠礼的消费者更看重月饼礼盒包装/价格等因素，倾向于选购高端礼盒以体现赠礼的面子属性。

图：月饼线上/厂商订购渠道占比增长



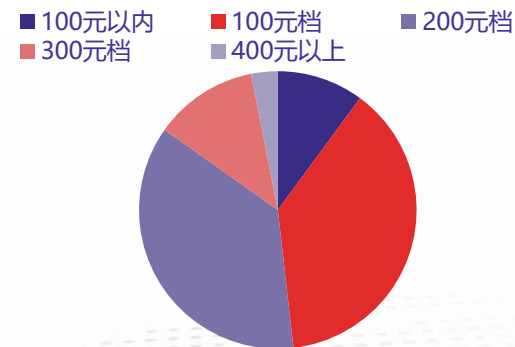
资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图：口味是消费者选购月饼首选因素



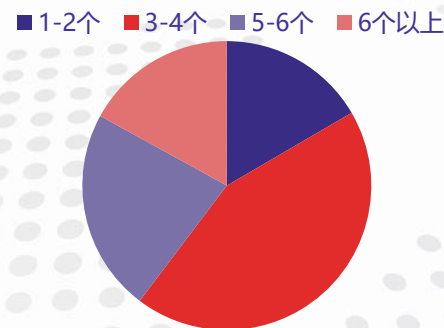
资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图：消费者平均购买月饼礼盒单价



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图：消费者平均购买月饼礼盒个数



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

附录：月饼—核心价值

底层价值：月饼与粽子具有相同的食用/赠礼价值，但月饼日常化渗透偏低，更多集中于赠礼价值上。因此，除口味持续创新以外，月饼礼盒创新的种类、数量远高于粽子，月饼礼盒正以多元化的方式实现不同价值。

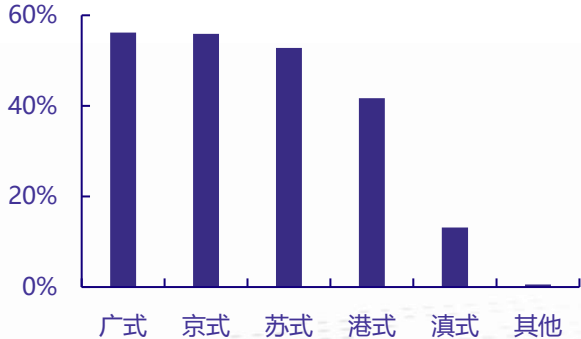
- 1) **传统文化价值：**月饼礼盒融合中国多种传统文化形式，突出新中式特色。
- 2) **地域文化价值：**以独特的地方特色月饼为创新突破口，主打与广式/苏式等主流品类的差异化竞争，并融合地方特色文化。
- 3) **新潮文化价值：**通过品牌联名/文化IP/AR技术等方式实现月饼礼盒新潮化，迎合年轻消费群体。

表：月饼企业以文化联名方式为产品赋能

月饼品牌	联名方	产品	口味	非月饼产品
美心	小黄人	小黄人礼盒	豆沙	-
广州酒家	中国航天	星月探旅礼盒	流心奶黄、抹茶红豆、红酒蔓越莓、流心巧克力	-
好利来	哈利波特	魔法世界礼盒	蛋黄肉松、巧克力、绿豆沙、红茶芝士、奶黄	魔杖、纪念车票
哈根达斯	中国邮政	中秋邮礼礼盒	巧克力、草莓、咖啡、曲奇	数字藏品
苏州稻香村	梦幻西游	梦幻西游礼盒	传统、桂花酒酿、南瓜	-
喜茶	Seesaw	偷颗月亮送给你	传统、咖啡	-

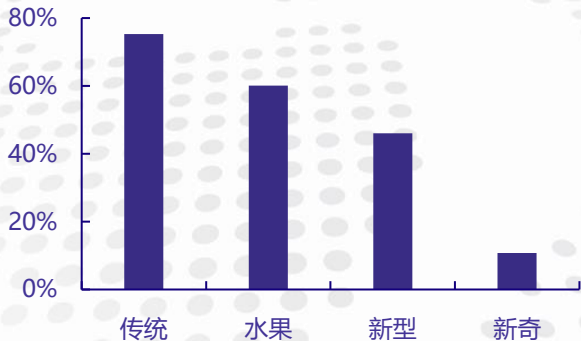
资料来源：公司公告，京东，公开资料整理，中国银河证券研究院

图：广/京/苏式月饼是消费者主要偏好的品类



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图：超50%消费者愿意尝试新口味



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

附录：月饼—行业事件

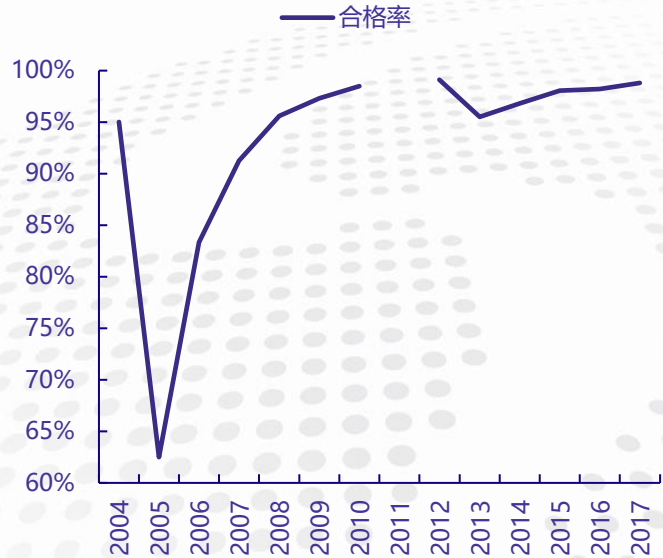
- **行业事件：**受到国家政策的影响，粽子/月饼赠礼属性多次被压制，一定程度上起到规范行业发展，减少过度包装/无序竞争的作用。
- **1) 主要政策：**政策端主要从限制三公消费、限制过度包装出发，重点针对月饼/粽子赠礼需求，尤其是高端粽子/月饼礼盒。政策指引下500元以上天价礼盒逐渐退出市场。2023年9月1日，限制商品过度包装国标新规将正式执行。
- **2) 行业事件：**由于行业竞争充分+存在大量中小企业，月饼/粽子出现食品安全事件较为频繁。中小企业食安事件往往容易波及大企业。

表：粽子/月饼相关国家文件与政策

时间	部门	文件	内容	备注
2012.12.4	中共中央政治局	系列会议精神	严控三公消费，厉行节约反对浪费，坚决抵制享乐主义和奢靡之风。	-
2013.9.3	中共中央纪委	关于落实中央八项规定精神坚决刹住中秋国庆期间公款送礼等不正之风的通知	严禁公款送月饼送节礼，严禁用公款大吃大喝或安排与公务无关的宴请，严禁公款安排旅游等高消费娱乐活动，严禁以各种名义突击花钱和滥发津贴等。	-
2021.8.10	市场监管总局	国家标准：限制商品过度包装要求（食品和化妆品）	粮食及其加工品包装不超过3层。除直接接触内容物外包装成本不超过售价20%。限制包装空隙率。	2023.9.1正式实施
2022.6.7	发改委等4部门	关于遏制“天价”月饼、促进行业健康发展的公告	对单价超过500元的盒装月饼重点监管，相关信息保存2年以供核查，适时成本调查。禁止月饼搭售其他商品。不得使用名贵材料包装月饼。提货券按照单用途商业预付卡执行。	-
2022.9.24	财政部	关于加强“三公”经费严控一般性支出的通知	23年中央三公经费只减不增。地方财政从严从紧安排。硬化预算执行刚性约束，强化三公经费执行监控，加大公开力度。	-

资料来源：政府网站，人民网，中国银河证券研究院

图：历次月饼质量抽查合格率



资料来源：CNKI，中国银河证券研究院
注：2011年数据缺失

分析师简介及承诺

分析师简介

刘光意 分析师

经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、休闲食品、保健品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。



谢 谢!

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK